

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty podniku

Determination of the Value of the Company

Student:

Bc. Radek Hostýnek

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2011

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra podnikohospodářská

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Radek Hostýnek**  
Studijní program: N6208 Ekonomika a management  
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku  
Specializace: 00 Ekonomika podniku  
Téma: **Stanovení hodnoty podniku**  
**Determination of the Value of the Company**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoretická východiska
3. Aplikační část
4. Návrhy a doporučení
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.  
KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th ed. New Jersey: McKinsey & Company Inc., 2010. 811 s. ISBN 978-0-470-42470-4.  
MARÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces oceňování, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

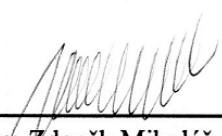
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 26.11.2010

Datum odevzdání: 29.04.2011



  
prof. Ing. Zdeněk Mikoláš, CSc.  
vedoucí katedry

  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Místopřísežné prohlášení

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně“.

V Ostravě 29. dubna 2011

.....

Jméno a příjmení studenta

Na tomto místě bych rád poděkoval vedoucímu diplomové práce panu Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. a panu Ing. Vladimíru Velickému ze společnosti Europasta SE za poskytnuté rady a materiály v průběhu zpracování diplomové práce.

# Obsah

<b>1. Úvod.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Teoretická východiska .....</b>	<b>2</b>
2.1. Vymezení základních pojmů .....	2
2.1.1. Oceňování.....	2
2.1.2. Definice podniku .....	2
2.1.3. Hodnota podniku .....	2
2.1.4. Hladiny hodnoty podniku .....	3
2.2. Důvody pro ocenění podniku .....	4
2.3. Kategorie hodnoty podniku .....	4
2.3.1. Tržní hodnota .....	5
2.3.2. Subjektivní (investiční) ocenění .....	5
2.3.3. Objektivizovaná hodnota.....	6
2.3.4. Kolínská škola .....	7
2.4. Postup při oceňování podniku .....	7
2.5. Strategická analýza.....	8
2.5.1. Analýza makroprostředí .....	8
2.5.2. Analýza mikroprostředí .....	9
2.6. Finanční analýza.....	10
2.6.1. Zdroje informací pro finanční analýzu .....	10
2.6.2. Základní metody finanční analýzy .....	11
2.6.3. Syntetické pohledy na finanční zdraví podniku .....	16
2.7. Metody pro oceňování podniku.....	18
2.7.1. Ocenění na základě analýzy výnosů.....	18
2.7.2. Metody založené na analýze trhu .....	26
2.7.3. Ocenění na základě analýzy majetku .....	27
2.8. Faktor času a rizika .....	28
<b>3. Aplikační část.....</b>	<b>30</b>
3.1. Charakteristika podniku .....	30
3.1.1. Divize Adriana .....	30
3.2. Strategická analýza.....	33
3.2.1. Analýza makroprostředí .....	33

3.2.2.	Analýza mikroprostředí .....	36
3.3.	Analýza absolutních ukazatelů .....	38
3.3.1.	Analýza rozvahy .....	39
3.3.2.	Analýza výkazu zisku a ztráty .....	43
3.4.	Analýza poměrových ukazatelů .....	44
3.4.1.	Ukazatele rentability .....	44
3.4.2.	Ukazatele aktivity .....	46
3.4.3.	Ukazatele zadluženosti .....	47
3.4.4.	Ukazatele likvidity .....	49
3.5.	Syntetické metody stanovení finančního zdraví .....	50
3.6.	Vlastní ocenění podniku .....	51
3.6.1.	Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) .....	51
3.6.2.	Sestavení finančního plánu .....	53
3.6.3.	Metoda účetní hodnoty .....	55
3.6.4.	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	56
3.6.5.	Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) .....	57
3.6.6.	Syntéza jednotlivých výsledků ocenění .....	60
<b>4.</b>	<b>Návrhy a doporučení .....</b>	<b>62</b>
<b>5.</b>	<b>Závěr .....</b>	<b>64</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>65</b>
	<b>SEZNAM ZKRATEK</b>	
	<b>PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE</b>	
	<b>SEZNAM PŘÍLOH</b>	

# 1. Úvod

V souvislosti s transformací ekonomiky a především s transformací vlastnických vztahů se v podmínkách České republiky na začátku devadesátých let opět objevila problematika oceňování podniku. Vedle účetní hodnoty aktiv bylo potřeba znát i hodnotu tržní, a to zejména v souvislosti s privatizací. Stát, který byl do té doby téměř výhradní vlastník většiny majetku, potřeboval získat nové soukromé vlastníky, kteří budou mít o majetek zájem a kteří ho budou využívat a spravovat. I v současné době má oceňování podniků značný význam. Postupující proces globalizace vede ke koncentraci kapitálu, který probíhá formou slučování a splývání podniků. Cílem tohoto procesu je odolat rostoucí konkurenci, která na trhu existuje.

Cílem diplomové práce je využít teoretické poznatky a na základě poskytnutých dat stanovit objektivizovanou hodnotu společnosti Adriana, s. r. o. k 1. 1. 2010. Dále chci navrhnout možná řešení a doporučení, která by pomohla ke zlepšení finančního zdraví firmy a ke zvýšení hodnoty ocenění.

Moje diplomová práce se zaměří na seznámení se základními teoretickými východisky, která obsahují vymezení základních pojmů a jednotlivé postupy a metody, které se při oceňování podniku využívají. Dále pak na představení společnosti, analýzu makroprostředí a mikroprostředí a následnou analýzu finančního zdraví firmy. Posledním krokem bude stanovení hodnoty podniku dle vybraných metod a navrhnutí možných řešení a doporučení.

Výchozí informace budou získány z účetních výkazů společnosti za období 2006 – 2009. Pro stanovení hodnoty podniku využiji metodu účetní hodnoty, která vychází z principu historických cen, dále pak dvě výnosové metody - metodu kapitalizovaných čistých výnosů a metodu DCF-entity, která je považována za základní výnosovou metodu.

## 2. Teoretická východiska

### 2.1. Vymezení základních pojmů

Na začátku je třeba vymezit základní pojmy a definice týkající se oceňování podniku. Je důležité vysvětlit si pojmy jako oceňování či podnik, dále pak hodnotu podniku a v neposlední řadě popsat hladiny hodnoty podniku.

#### 2.1.1. Oceňování

Dle Kislingerové [4] je účelem oceňování podniku stanovení jeho hodnoty, zabývá se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Ocenění je výsledkem procesu oceňování, tzn. přiřazení určité hodnoty podniku. Je třeba zdůraznit, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou či zdokumentovanou nezávislou hodnotu a neexistuje jediné, obecně platné a správné univerzální ocenění. Konečný výsledek procesu oceňování závisí na mnoha faktorech. Je závislý především na účelu ocenění, zkušenostech odhadce či na kvalitě dostupných informací.

#### 2.1.2. Definice podniku

Podnik je vymezován v každé literatuře různě. Avšak pro oceňovatele má největší význam definice, která je uváděna v obchodním zákoníku. Ten definuje podnik v § 5 jako „...Soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“<sup>1</sup>

#### 2.1.3. Hodnota podniku

Mařík [8] tvrdí, že hodnota se má v ekonomickém smyslu chápat jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Ekonomická hodnota vyplývá ze dvou základních skutečností hospodářského života, kterými jsou:

- Lidské potřeby obecně nemají hranice,
- Zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny.

---

<sup>1</sup> Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 5 odst. 1)



Ekonomicky pojímaná hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

**Užitná hodnota** – schopnost statku uspokojovat lidské potřeby. Pro různé vlastníky existuje různá užitná hodnota, která závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka daného předmětu.

**Směnná hodnota** – statek s užitnou hodnotou, který je k dispozici v omezeném množství, je zde chápán jako předmět směny.

Kašík a Michalko [3] vymezují hodnotu jako ekonomický pojem. Týká se peněžního vztahu mezi zbožím a službami, kde na jedné straně stojí kupující a na straně druhé prodávající.

Dle zahraničních autorů Kollera, Goedharta a Wesselse [5] hodnota podniku představuje hodnotu celé společnosti. Chceme-li určit hodnotu podniku, je třeba přidat k hodnotě základních operací i hodnotu neoperačního majetku, jako je např. nadměrná hotovost.

#### 2.1.4. Hladiny hodnoty podniku

Podnik můžeme oceňovat v hladinách brutto a netto.

**Hodnota brutto** – zahrnuje hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Je zde zahrnuta hodnota jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. V obchodním zákoníku je hodnota brutto označena jako obchodní majetek a je definována takto: „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*“<sup>2</sup>

**Hodnota netto** – představuje ocenění hodnoty na úrovni vlastníků podniku. Oceňujeme tedy vlastní kapitál. Definici hodnoty netto nalezneme v obchodním zákoníku, kde se vymezuje čistý obchodní majetek: „*Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.*“<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 6 odst. 1)

<sup>3</sup> Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, § 6 odst. 3)

## 2.2. Důvody pro ocenění podniku

Důvody a podněty pro ocenění podniku mohou být různé. Dle Maříka [7] je třeba rozlišit, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví či nikoliv:

### Ocenění související s vlastnickými změnami

- Koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti,
- ocenění v souvislosti s fúzí, rozdělením společnosti či nabídkou na převzetí,
- ocenění v souvislosti nabídkou na odkoupení účastnických cenných papírů,
- přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu.

### Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám

- Změna právní formy společnosti,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru či se sanací podniku

U každého ocenění by mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká hladina hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.

Mlčoch [11] ve své publikaci vidí motivy pro ocenění podniku takto:

- koupě či prodej podniku, přijetí nebo vystoupení společníků, splynutí podniků nebo jeho rozdělení, dědické řízení,
- uvažovaná změna stavu kapitálu nebo jeho struktury, např. získání cizího kapitálu,
- rozhodování při uvádění podniku na burzu,
- garance (zajištění úvěru),
- vnitřní potřeba hodnocení úspěšnosti podniku.

## 2.3. Kategorie hodnoty podniku

Rozlišujeme několik základních kategorií hodnoty podniku. Tyto kategorie mohou vycházet z následujících otázek:

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu? Tedy jaké je tržní ocenění?
- Jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

Postupem času se vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

- Tržní hodnota,
- Subjektivní (Investiční) hodnota,
- Objektivizovaná hodnota,
- Kolínská škola [10]

### 2.3.1. Tržní hodnota

Tržní hodnota je založena na myšlence, že existuje trh s podniky nebo trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Trh je založený na existenci více kupujících a více prodávajících. Díky existenci těchto subjektů se vytvářejí podmínky pro vznik tržní ceny. Předmětem odhadu je pak potencionální tržní cena, která je označována jako tržní hodnota. [7]

Mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Committee (IVSC) věnovala pojmu tržní hodnota značné úsilí. Definice tržní hodnoty dle IVSC:

*„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“*<sup>4</sup>

### 2.3.2. Subjektivní (investiční) ocenění

Při stanovení hodnoty podniku subjektivním oceněním je hodnota dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího či prodávajícího. Investiční hodnota není dána pravděpodobnou cenou na trhu ale v tomto případě je prioritou individuální názor účastníků transakce např. kupujícího.

Subjektivní hodnotu nalezneme i v Mezinárodním oceňovacím standardu. Je zde označena jako investiční hodnota a její definice zní:

*„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a nebo*

---

<sup>4</sup> International Valuation standards 2005, str. 82

*kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*“<sup>5</sup>

### 2.3.3. Objektivizovaná hodnota

Podle odborníků objektivní hodnota podniku neexistuje. Odhadci proto začali pracovat s pojmem **objektivizovaná hodnota**. Tato hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a během jejího výpočtu by měly být dodrženy tyto zásady a požadavky:

- **Udržovat substanci** – Objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata.
- **Volný zisk** – Ocenění je založeno na volném zisku. Jedná se o tu část zisku, kterou mohou vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku.
- **Nepotřebný majetek** – Majetek je rozdělen do dvou částí. Na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní. Výnosové ocenění se pak týká především té části, která je provozně nezbytná. Ostatní majetek je oceňován samostatně.
- **Možnosti změn v podniku** – Při ocenění se vychází ze stavu, ve kterém se podnik nachází v okamžiku ocenění. Předpokládá se pokračování v podnikání v rámci dosavadního konceptu. Změny jsou uvažovány jen v rozsahu, který je již v současném stavu obsažen, například vliv dokončení již rozestavěných investic nebo investic, o nichž bylo rozhodnuto. Mnohdy však bude obtížné určit, jaká růstová opatření lze považovat za dostatečná, aby z nich plynoucí růst výnosů bylo možno považovat za dostatečně pravděpodobný, a tedy započítatelný do objektivizované hodnoty.
- **Metoda** – Metoda by měla být jasná a jednoznačná. Jednoznačnost metody znamená, že jiný oceňovatel by měl bez problémů zopakovat celé ocenění a dojít ke stejným a či podobným výsledkům. Proto je také dávana přednost kombinované majetkové a výnosové metodě.
- **Management** – Výnosová hodnota často závisí na setrvání managementu v podniku. V rámci objektivizované hodnoty předpokládáme, že dosavadní management přetrvá. Tento standardní předpoklad je součástí vytváření typizovaných situací v rámci objektivizované hodnoty.

---

<sup>5</sup> International Valuation standards 2005, str. 94

- **Zdanění** – Oproti běžné praxi v České republice se doporučuje zohlednit i daně na úrovni vlastníka a to opět na typizované úrovni.

Dodržení těchto zásad a požadavků může vést k dosažení cíle, kterým je co největší reprodukovatelnost ocenění. [8]

#### 2.3.4. Kolínská škola

Kolínská škola je postavena na subjektivním postoji. Při nákupu a prodeji podniku je východiskem subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a subjektivní hodnota konkrétního kupujícího. Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má pro uživatele jeho výsledků. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí pro oceňování:

- **Funkci poradenskou** – Ve funkci poradenské poskytuje oceňování tzv. hraniční ceny, které vymezují prostor pro vlastní cenové jednání.
- **Funkci rozhodčí** – Jedná se zde o výkon funkce nezávislého oceňovatele, rozhodčího. Měl by odhadnout hraniční ceny účastníků transakce a nalézt spravedlivou cenu v rámci odhadnutého rozpětí.
- **Funkce argumentační** – V této funkci oceňovatel sestavuje argumenty, které by měly zlepšit pozici dané strany. Argumenty by měly sloužit jako podklad pro jednání.
- **Funkci komunikační** – Podstatou je poskytnout podklady pro komunikaci s veřejností a to hlavně s investory a bankami.
- **Funkci daňovou** – Cílem je poskytnout podklady pro daňové účely. [9]

#### 2.4. Postup při oceňování podniku

Oceňování podniku není lehkým úkolem. Než dojde zpracovatel k závěrečnému výsledku, řeší během oceňování celou řadu problémů. Základní postup při oceňování podniku by měl vypadat následovně:

- **Vymezení zadání práce** – Měl by být vymezen cíl, kterého se má dosáhnout. Cíl práce se pak stává i vodítkem pro výběr modelů, se kterými se bude následně pracovat.

- **Vytvoření pracovního týmu** – Většinou se na zpracování ocenění podniku podílí tým odborníků. Práce týmu se řídí stanoveným časovým harmonogramem.
- **Plán práce** – Jsou stanoveny závazné termíny práce ve vazbě na cíl a termín řešení.
- **Sběr vnějších a vnitřních informací** – Pro kvalitní ocenění je důležité mít informace nejen z podniku, ale i informace týkající se prostředí, ve kterém podnik funguje. Jedná se o makroekonomické prostředí (makroprostředí) a o odvětví (mikroprostředí), do kterého podnik patří.
- **Analýza dat** – Zpravidla obsahuje makroekonomickou analýzu, analýzu odvětví a finanční analýzu.
- **Výběr metod ve vazbě na cíl práce** – V této fázi oceňování je dobré aplikovat několik metod a modelů, s cílem ověření správnosti výsledků práce.
- **Analýza ocenění** – Aplikace zvolené metody ve vazbě na účel ocenění.
- **Syntéza výsledků** – Syntéza výsledků obsahuje zpracování veškerých použitých dat. Tato fáze obsahuje také přípravu závěrečného výroku.
- **Závěr** – Poslední část ocenění tvoří výrok o tržní hodnotě podniku, který je stanoven k určitému datu. [4]

## 2.5. Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál můžeme rozdělit na:

- **Vnější potenciál** – je vyjádřený šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (např. odvětví), ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje.
- **Vnitřní potenciál** – při analýze tohoto potenciálu je třeba zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího potenciálu a čelit jeho rizikům. Vnitřní potenciál je souhrn hlavních silných a slabých stránek oceňovaného podniku s cílem nalézt konkurenční výhodu. [7]

### 2.5.1. Analýza makroprostředí

Výkonnost podniku je přímo závislá na vývoji makroprostředí, ve kterém daný podnik funguje. Proto posouzení vývoje podmínek, ve kterých podnik fungoval v minulosti, funguje v současnosti, jakož i prognóza budoucího vývoje, pomáhají v práci odhadce při posuzování

vlastní výkonnosti podniku a i v posouzení reálnosti cílů, které jsou obsaženy v podnikatelském záměru. Na makroekonomické prostředí mohou mít vliv následující ukazatelé:

- **tempo růstu HDP** – existuje zde vztah mezi změnou hrubého domácího produktu a změnou akciových kurzů,
- **fiskální politika státu** – patří zde vývoj daňového zatížení právnických i fyzických osob,
- **vývoj peněžní nabídky** – ovlivňuje chování investorů a má přímý vliv na vývoj akciových kurzů,
- **vývoj devizových kurzů,**
- **vývoj úrokových sazeb** – platí zde inverzní vztah mezi vývojem úrokových sazeb a vývojem kurzů akcií,
- **vývoj inflace** – inflace se projevuje v podnicích na vstupech i na výstupech,
- **ekonomické a politické šoky** – ovlivňují zásadně podnikovou sféru. Patří sem např. volební výsledky či vývoj nezaměstnanosti. [4]

Makroekonomickými analýzami se zabývají profesionálně různé instituce. Mezi ně můžeme zařadit např. Českou národní banku, Český statistický úřad či různé investiční a makléřské společnosti.

## 2.5.2. Analýza mikroprostředí

Při oceňování podniku má analýza mikroprostředí mimořádný význam. Vymezují se dva základní okruhy problémů:

- **identifikace základních charakteristických znaků odvětví**
  - *citlivost na změny hospodářského cyklu* – rozlišujeme odvětví cyklická, neutrální a anticyklická.
  - *míra regulace ze strany státu* – patří sem např. regulace cen energie či nájemného a nebo bariéry vstupu do odvětví formou udělování licencí
  - *struktura odvětví* – na strukturu odvětví působí dynamické konkurenční faktory mezi něž patří vstup nových konkurentů, hrozba nových výrobků či služeb, dohodovací schopnost kupujících a soupeření mezi stávajícími konkurenty.

- **prognóza vývoje odvětví** – Základním východiskem pro prognózu odvětví je historický vývoj. Soustřeďuje se především na porovnání minulého vývoje tržeb, zisků a cen akcií. Je důležité sledovat základní vývojové linie spojené s inovačními procesy, které ovlivňují základní parametry růstu. Prognózou vývoje odvětví se zabývají makléřské investiční společnosti nebo banky. [4]

## 2.6. Finanční analýza

Finanční analýza patří k důležitým nástrojům ocenění podniku. Představuje ohodnocení minulosti, současnosti a předpokládané budoucnosti finančního hospodaření podniku. Cílem finanční analýzy je poznat finanční zdraví podniku, identifikovat slabiny, které by mohly v budoucnu vést k problémům a nalézt silné stránky, na kterých by podnik mohl v budoucnosti stavět. Výsledky finanční analýzy jsou důležitým podkladem pro manažery podniků, pracovníky úvěrových oddělení bank, odhadce nebo znalce. [2,4]

Dle Maříka [10] můžeme postup finanční analýzy v rámci ocenění shrnout do následujících kroků:

- prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů,
- sestavení analýzy základních účetních výkazů,
- spočítání a vyhodnocení poměrových ukazatelů,
- zpracování a souhrnné vyhodnocení dosažených výsledků.

### 2.6.1. Zdroje informací pro finanční analýzu

Hlavními zdroji informací pro finanční analýzu jsou účetní výkazy, které jsou obsaženy ve výroční zprávě společnosti, tj. účetní závěrce. Mezi účetní výkazy řadíme rozvahu (bilanci), výkaz zisku a ztráty a cash-flow.

#### **Rozvaha**

Rozvaha (balance) ukazuje finanční situaci firmy, tedy stav jejího majetku a závazků k určitému datu. Většinou to je poslední den finančního roku firmy. Levá strana rozvahy ukazuje aktiva společnosti, uvádí přehled toho, co podnik vlastní (např. zásoby, hotovost) a co mu dluží další ekonomické subjekty (např. pohledávky). Pravá strana rozvahy ukazuje, jakým způsobem byla aktiva firmy pořízena. Jedná se o pasiva společnosti, tedy co firma dluží jiným



ekonomickým subjektům (bankovní půjčky, závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům) a vlastní kapitál, kam řadíme např. majetek společnosti. [4]

### **Výkaz zisku a ztráty**

Výkaz zisku a ztráty podává přehled o nákladech a výnosech za určité časové období. Náklady nám říkají, kolik peněz firma vydala během určitého časového období např. na platy zaměstnanců nebo na nákup materiálu. Výnosy vyjadřují částku peněz získanou během určitého časového období. Rozdíl mezi výnosy a náklady vytváří buď zisk nebo ztrátu za běžné finanční období. [1]

### **Výkaz cash flow**

Výkaz cash flow neboli výkaz o peněžních tocích uvádí přehled o příjmech a výdajích. Posláním tohoto výkazu je zachytit, kde peněžní prostředky vznikly a jak byly podnikem použity. Výkaz cash flow slouží především pro posouzení likvidity podniku. Výkaz cash flow může být sestavován buď přímou metodou (tj. jako rozdíl mezi příjmy a výdaji), nebo nepřímou metodou, kdy vycházíme z výsledku hospodaření, a ten se upravuje o rozdíly mezi náklady a výdaji a mezi výnosy a příjmy. [4,7]

## **2.6.2. Základní metody finanční analýzy**

Všechny metody a ukazatele, které uvedu v této části diplomové práce byly čerpány z odborné literatury. [1,4,6,7,12,14]

### **Absolutní ukazatele**

Účetní výkazy, které byly uvedeny v předchozí podkapitole, tvoří převážnou část vstupních informací. Obsahují údaje, které nazýváme absolutní ukazatele. Pokud tyto údaje vyjadřují určitý stav hovoříme o veličinách stavových, pokud informují o údajích za určité časový interval, jedná se o veličiny tokové. Stavové veličiny nalezneme v rozvaze, kde k určitému datu je uvedena hodnota majetku a kapitálu. Veličiny tokové jsou uvedeny ve výkazu zisků a ztrát a ve výkazu cash flow.

Prvním postupovým krokem každé analýzy je zpracování vertikálního a horizontálního rozboru absolutních ukazatelů. **Horizontální analýza** porovnává jednotlivé položky v čase. Zjišťuje, o kolik se absolutně změnila konkrétní položka (rozdíl mezi základním a běžným

obdobím) a kolik tato změna činí v procentech. **Vertikální analýza** se zabývá pouze jedním obdobím. Zkoumá, jak se na určité celkové veličině podílí veličiny dílčí.

Z absolutních ukazatelů můžeme vypočítat i tzv. rozdílové ukazatele. Typickým představitelem je ukazatel čistého pracovního kapitálu, který získáme jako rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými závazky. Každý podnik potřebuje tento čistý pracovní kapitál, aby byla zajištěna potřebná míra likvidity.

### **Poměrové ukazatele**

Poměrové ukazatele vznikají, když dáváme jednotlivé absolutní ukazatele do vzájemných poměrů. Nejčastěji bývají poměrové ukazatele rozděleny do těchto základních skupin ukazatelů:

- ukazatele rentability (výnosnosti),
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele kapitálového trhu.

1. **Ukazatele rentability** - poměřují konečný výsledek dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu. Může to být k celkovým aktivům, kapitálu nebo k tržbám. Lze rozlišovat několik kategorií zisku. Do čitatele můžeme dosazovat např. zisk před úroky a daněmi (EBIT), zisk před zdaněním (EBT) nebo zisk po zdanění (EAT).
  - *Rentabilita celkového vloženého jmění (%)* - Ukazatel udává tzv. čistou rentabilitu firmy z pohledu podnikatele nacházejícího se současně jak v pozici vlastníka (akcionáře), tak i v pozici věřitele.

$$ROI = EBIT (1 - t) / Aktiva \quad (2.1)$$

- *Rentabilita aktiv (%)* – Základní měřítko rentability. Ukazatel informuje o tom, jaká by byla rentabilita podniku, kdyby neexistovala daň ze zisku. Používá se např. při porovnání podniků působících v různých zemích s různými daňovými sazbami.

$$ROA = \text{Zisk před úroky a zdaněním (EBIT)} / Aktiva \quad (2.2)$$

- *Rentabilita vlastního kapitálu (%)* – Měří výnosnost vlastního kapitálu. Vyjadřuje kolik Kč zisku připadá na 1 Kč vlastního jmění.

$$ROE = \text{Zisk po zdanění (EAT)} / \text{Vlastní kapitál} \quad (2.3)$$

- *Rentabilita celkového investovaného kapitálu (%)* – Ukazatel poskytuje informaci o výnosnosti dlouhodobých zdrojů podniku.

$$ROCE = EBIT / (\text{Dlouhodobé závazky} + \text{Vlastní kapitál}) \quad (2.4)$$

- *Rentabilita tržeb (%)* – Vyjadřuje kolik Kč zisku připadá na 1 Kč tržeb.

$$ROS = \text{Zisk po zdanění (EAT)} / \text{Tržby} \quad (2.5)$$

2. **Ukazatele aktivity** – ukazatele aktivity informují podnik, jak využívá jednotlivé majetkové části. Pracujeme zde s ukazatelem počtu obrátů (resp. obratovost), který informuje o počtu obrátek za rok a s ukazatelem doba obratu, kdy nám vypočtené číslo sděluje počet dní za rok.

- *Obrat celkových aktiv* – ukazatel vyjadřuje, kolikrát za rok tržby pokryjí celková aktiva.

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \text{Tržby} / \text{Celková aktiva} \quad (\text{počet obrátek}) \quad (2.6)$$

- *Obrat stálých aktiv* – ukazatel nám říká, kolikrát za rok tržby pokryjí stálá aktiva.

$$\text{Obrat stálých aktiv} = \text{Tržby} / \text{Stálá aktiva} \quad (\text{počet obrátek}) \quad (2.7)$$

- *Obrat zásob* – vyjadřuje, kolikrát se přemění zásoby v ostatní formy oběžného majetku až po prodej hotových výrobků a opětovný nákup zásob.

$$\text{Obrat zásob} = \text{Tržby} / \text{Zásoby} \quad (\text{počet obrátek}) \quad (2.8)$$

- *Doba obratu zásob* – výpočet nám řekne, jak dlouho (ve dnech) jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob.

$$Doba\ obratu\ zásob = 365 / Obrat\ zásob \quad (\text{dny}) \quad (2.9)$$

- *Doba obratu krátkodobých závazků* – vyjadřuje počet dní, po které jsou krátkodobé závazky neuhrazeny.

$$Doba\ obratu\ krátk.\ závazků = Krátk.\ závazky / (Tržby/365) \quad (\text{dny}) \quad (2.10)$$

- *Obrat pohledávek* – ukazatel udává v podobě počtu obrátek, jak rychle jsou pohledávky přeměňovány v peněžní prostředky.

$$Obrat\ pohledávek = Tržby / Pohledávky \quad (\text{počet obrátek}) \quad (2.11)$$

- *Doba obratu pohledávek* – tento ukazatel vypovídá o tom, za jak dlouhé období (za kolik dní) jsou pohledávky v průměru splaceny.

$$Doba\ obratu\ pohledávek = 365 / Obrat\ pohledávek \quad (\text{dny}) \quad (2.12)$$

### 3. **Ukazatele zadluženosti** – zahrnuje ukazatele, které hodnotí strukturu vloženého kapitálu z hlediska vlastnictví, porovnává vlastní a cizí finanční zdroje.

- *Ukazatele celkové zadluženosti (%)* – měří procentuální poměr finančních prostředků, které věřitelé poskytli podniku. Vysoká úroveň ukazatele znamená vysokou úroveň zadluženosti podniku.

$$Cizí\ zdroje / Celková\ aktiva \quad (2.13)$$

- *Koeficient samofinancování (%)* – doplňuje předchozí ukazatel. Jejich celkový součet musí být 100 %. Vyjadřuje podíl, v jakém jsou celková aktiva podniku financována ze zdrojů vlastníků.

$$Vlastní\ kapitál / Celková\ aktiva \quad (2.14)$$

- *Ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu (%)* – vyjadřuje poměr cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu.

$$\text{Cizí zdroje} / \text{Vlastní kapitál} \quad (2.15)$$

- *Úrokové krytí* – tento ukazatel porovnává provozní zisk před úroky a zdaněním (EBIT) s celkovým ročním úrokovým zatížením. Vyjadřuje, kolikrát vytvořený zisk před úroky a daněmi převyšuje úrokové platby. Čím vyšší je výsledek, tím je to pro podnik lepší. Za bezproblémovou úroveň je považována hodnota 8,00.

$$\text{Úrokové krytí} = \text{EBIT} / \text{Nákladové úroky} \quad (2.16)$$

4. **Ukazatele likvidity** – cílem ukazatelů likvidity je vyjádřit se k potencionální schopnosti podniku hradit včas své závazky. Zabývají se nejlikvidnější částí majetku společnosti ve vztahu k závazkům společnosti s nejkratší dobou splatnosti.

- *Běžná likvidita* – ukazatel zjišťuje, kolikrát oběžná aktiva pokrývají krátkodobé závazky společnosti.

$$\text{Oběžná aktiva} / \text{Krátkodobé závazky} \quad (2.17)$$

- *Pohotová likvidita* – ukazuje schopnost podniku dostát krátkodobým závazkům. Pro zachování likvidity by měl být výsledek větší než 1.

$$(\text{Oběžný majetek} - \text{Zásoby}) / \text{Krátkodobé závazky} \quad (2.18)$$

- *Okamžitá likvidita* – jedná se o nejpřísnější ukazatel likvidity. Měří schopnost podniku uhradit krátkodobé závazky právě v tento okamžik. Ukazatel by měl být v intervalu 0,2 – 1,1.

$$\text{Krátkodobý finanční majetek} / \text{Krátkodobé závazky} \quad (2.19)$$

- *Podíl pracovního kapitálu na aktivech* – od předchozích ukazatelů se vyznačuje určitou stabilitou. U ukazatele sledujeme, jak se vyvíjí podíl pracovního kapitálu na aktivech celkem.

$$(Oběžná aktiva - Krátkodobé závazky) / Aktiva \quad (2.20)$$

5. **Ukazatele kapitálového trhu** – předchozí ukazatele kombinovaly údaje zjištěné v účetnictví, tj. položky základních účetních výkazů podniku. Ukazatele kapitálového trhu, jejichž součástí jako hlavní parametr je tržní cena akcie, podávají informaci o tom, jak vidí budoucnost podniku investoři.

### 2.6.3. Syntetické pohledy na finanční zdraví podniku

Jestliže zhodnotíme různé stránky finančního zdraví podniku, většinou dospíváme k závěru, že v některých oblastech vykazuje hodnoty lepší a v jiných horší. Závěr finanční analýzy by měl dát jasnou odpověď na otázku, zda je firma zdravá a lze nebo nelze počítat s její dlouhodobou existencí. Konečný verdikt finanční analýzy může dát buď finanční analytik, který vynese výsledek na základě svých zkušeností a intuice a nebo můžeme použít vhodně zvolený algoritmus a závěr podepřeme číselným výsledkem. Ve druhém případě lze použít např. Altmanův model nebo indexy IN.

#### Altmanův model

Představuje jednu z možností, jak souhrnně vyhodnotit zdraví podniku prostřednictvím jednoho čísla. Diskriminační funkce vyjádřená tzv. Z faktorem zahrnuje všechny podstatné složky finanční analýzy. Základní tvar rovnice je:

$$Z = \text{zisk před úroky a zdaněním (EBIT)} / \text{aktiva} \times 3,3 + \text{tržby} / \text{aktiva} \times 1,0 + \text{tržní hodnota vlastního kapitálu} / \text{účetní hodnota dluhu} \times 0,6 + \text{nerozdělený zisk} / \text{aktiva} \times 1,4 + \text{čistý pracovní kapitál} / \text{aktiva} \times 1,2. \quad (2.21)$$

*Zdroj: Kislingerová, E. Oceňování podniku, 2001, str. 82.*

Nebo

$$Z = \text{zisk před úroky a zdaněním (EBIT)} / \text{aktiva} \times 3,107 + \text{tržby} / \text{aktiva} \times 0,998 + \text{účetní hodnota vlastního kapitálu} / \text{účetní hodnota dluhu} \times 0,420 + \text{nerozdělený zisk} / \text{aktiva} \times 0,847 + \text{čistý pracovní kapitál} / \text{aktiva} \times 0,998. \quad (2.22)$$

*Zdroj: Kislingarová, E. Oceňování podniku, 2001, str. 83.*

První tvar rovnice platí pro společnosti, které mají veřejně obchodovatelné cenné papíry. Jestliže Z faktor vyjde větší než 2,99 podnik je finančně zdravý, u hodnoty v pásmu 1,8 – 2,99 (tzv. šedá zóna) nelze určit budoucí vývoj podniku, hodnota nižší než 1,8 signalizuje podnik v bankrotu.

Druhý tvar rovnice je určen pro společnosti uzavřené nebo společnosti, které nejsou obchodovány na kapitálovém trhu. Vyhodnocení Z faktoru je jiné než u první rovnice. Jestliže Z je vyšší než 2,9 podnik je ve výborném finančním zdraví, interval 1,21 – 2,89 značí tzv. šedou zónu, méně než 1,2 bankrot. [4]

## Indexy IN

Ivan a Inka Neumaierovi sestavili celkem čtyři indexy, které umožňují posoudit finanční výkonnost a důvěryhodnost českých firem. Postupně za sebou vyvinuli modely IN95, IN99, IN01 a IN05. Jednotlivé číselné hodnoty udávají rok vzniku modelu. Index „IN95“ bývá označován jako index důvěryhodnosti nebo jako věřitelský index, jelikož zdůrazňuje hledisko věřitele. „IN99“ zdůrazňuje pohled vlastníka. Vyjadřuje bonitu podniku z hlediska jeho finanční výkonnosti. Index „IN01“ vznikl spojením obou předchozích indexů. Poslední index „IN05“ vznikl aktualizací indexu „IN01“ dle testů na datech průmyslových podniků z roku 2004. Pro hodnocení českých podniků je dlouhodobě považován jako nejlepší. Vzorec pro výpočet indexu „IN05“ je:

$$IN05 = 0,13 A + 0,04 B + 3,97 C + 0,21 D + 0,09 E \quad (2.23)$$

Kde: A = Aktiva (Pasiva) / Cizí zdroje

B = EBIT / Nákladové úroky

C = EBIT / Celková aktiva

D = Celkové výnosy / Celková aktiva

E = Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky

*Zdroj: Sedláček, J. Finanční analýza podniku. 2007, str. 112.*

Jestliže konečná hodnota IN05 je vyšší než 1,6 tak se podnik nachází ve výborném finančním zdraví a bude vytvářet hodnotu, interval 0,9 – 1,6 značí tzv. šedou zónu, kdy nelze určit budoucí vývoj podniku. Jestliže je výsledná hodnota menší než 0,9 podnik spěje k bankrotu. [13]

## 2.7. Metody pro oceňování podniku

Existují tři okruhy oceňovacích metod:

- **Metody opírající se o analýzu výnosů (výnosové metody)**
  - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
  - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
  - Kombinované (korigované výnosové metody)
  - Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- **Metody založené především na analýze aktuálních cen na trhu (tržní metody)**
  - Ocenění na základě tržní kapitalizace
  - Ocenění na základě srovnatelných podniků
  - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
  - Ocenění na základě srovnatelných transakcí
  - Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
- **Metody založené na analýze podnikového majetku (majetkové ocenění)**
  - Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
  - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
  - Substanční hodnota na principu úspory nákladů
  - Likvidační hodnota
  - Majetkové ocenění na principu tržních hodnot [7,10]

### 2.7.1. Ocenění na základě analýzy výnosů

Tato skupina metod vychází z předpokladu, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, kam patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.



## Metoda diskontovaného čistého cash flow

Jedná se o základní výnosovou metodu. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tudíž i reálným vyjádřením užítku z podniku. Tato metoda se vyskytuje ve více variantách. Lze rozlišit tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

- **Metoda DCF entity** – při použití této metody probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku. Tuto hodnotu budeme označovat  $H_b$  = hodnota brutto. Od ní poté v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu, kterou budeme označovat jako  $H_n$  = hodnota netto.
- **Metoda DCF equity** – při jejím použití vyjdeme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu netto, tedy hodnotu vlastního kapitálu.
- **Metoda DCF APV (upravená současná hodnota)** – metoda dělí výpočet do dvou kroků. V prvním kroku se zjišťuje hodnota podniku jako celku, tedy  $H_b$ , ale v tomto případě jako součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se odečte cizí kapitál a získáme hodnotu netto.

Všechny tři metody jsou založeny na zjištění čistého obchodního majetku neboli v mezinárodní terminologii hodnotu vlastního kapitálu. Jednotlivé metody se od sebe liší tím, jak se k hodnotě vlastního kapitálu dospěje. Nejvíce používanou metodou v praxi je **DCF entity**, kdy ocenění vychází z propočtu hodnoty podniku jako celku.

Základním znakem této metody je, že bezprostředně výsledkem procesu diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek (jako entita) je zde chápán na úrovni investovaného kapitálu. Výchozím bodem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, která se upravuje ve dvou směrech:

- první úprava plyne z potřeby určit náklady na tento investovaný kapitál,
- druhá úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná.
  - Provozně nutný investovaný kapitál – zahrnuje provozně nutný upravený pracovní kapitál a provozně nutná dlouhodobá aktiva

- Celkový investovaný kapitál – získáme jako součet provozně nutného investovaného kapitálu a neprovozních aktiv. [7]

Pro potřeby oceňování je třeba určit, kolik peněz je možno vzít podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem metody DCF je vždy volný peněžní tok. Co se týká DCF entity, volným peněžním tokem (FCF) se rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům (akcionářům) nebo věřitelům. Volný peněžní tok lze získat následujícím výpočtem:

Tab. 2.1: Výpočet volného peněžního toku

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>D</sub> )
2.	- Upravená daň z příjmů (=KPVH <sub>D</sub> * daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= <b>Volný peněžní tok (FCF)</b>

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*, 2007, str. 170.

Volný peněžní tok (FCF = Free cash flow) je považovaný za obecnější pojem. Pro metodu DCF entity je konkrétnější pojmem peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF = Free cash flow to the firm).

Východiskem pro výpočet FCFF je **korigovaný provozní výsledek hospodaření**. Platí pro něj tyto zásady:

- neměly by být odpočítávány náklady na cizí kapitál,
- neměl by obsahovat žádné jednorázové položky, jelikož hodnotu podniku tvoří jen výsledky hospodaření trvalého charakteru,
- neměl by obsahovat žádné výnosy a náklady, které souvisí s majetkem provozně nenutným.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření získáme výpočtem, který je uveden v tabulce 2.2.

Tab. 2.2: Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
<b>= Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*, 2007, str. 174.

Další důležitou složkou pro výpočet FCFF jsou **investice**, které jsou ve schématu pro výpočet volného peněžního toku chápány jako investice brutto. Tyto investice můžeme rozdělit na část zajišťující obnovu a část rozšiřovací jako investici netto. Klasický výpočet volného peněžního toku je uveden v následující tabulce:

Tab. 2.3: Klasický výpočet FCFF

Korigovaný provozní zisk po dani
+ Odpisy (provozně nutného majetku)
- Investice brutto (do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu)
<b>= FCFF</b>

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*, 2007, str. 175.

Při použití metody DCF entity je třeba stanovit diskontní míru na úrovni **průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)**. Obecný vzorec pro průměrné náklady kapitálu lze napsat následujícím způsobem:

$$WACC = n_{ck} (1 - d) * CK/K + n_{vk(z)} VK/K \quad (2.24)$$

Kde:	$n_{ck}$	očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)
	$d$	sazba daně z příjmů platná pro oceňovaný subjekt
	$CK$	tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného)
	$n_{vk(z)}$	očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (= náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku
	$VK$	tržní hodnota vlastního kapitálu
	$K$	celková tržní hodnota investovaného kapitálu (celkový kapitál), $K = VK + CK$

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*, 2007, str. 207.

Cizí kapitál může zahrnovat všechny možné složky jako např. bankovní úvěry, obligace všeho druhu nebo leasingové financování. Při stanovení nákladů na cizí kapitál se však do cizího kapitálu nezahrnují neúročená pasiva jako jsou např. závazky vůči dodavatelům či zaměstnancům. Náklady na cizí kapitál propočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Při stanovení nákladů na vlastní kapitál existuje na světě řada metod a technik. Mezi nejznámější a nejpoužívanější patří metoda CAPM či stavebnicová metoda, kdy se náklady na vlastní kapitál stanoví jako součet výnosnosti „bezrizikových“ cenných papírů a přírážky za riziko (obchodní a finanční riziko).

V praxi se většinou očekává, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (pracuje se s případem „going concern“). Pro tak dlouhé období je téměř nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta, proto je tento problém řešen v odborné literatuře několika způsoby.

Praxi je nejobvyklejší tzv. **standardní dvoufázová metoda**. Lze ji rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, kdy je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za druhé fáze se označuje jako pokračující hodnota (PH). Hodnota podniku celkem ( $H_b$ ) podle dvoufázové metody se vypočítá tímto způsobem:

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t (1+i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (2.25)$$

Kde:

FCF	volné cash flow v roce t
$i_k$	kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)
PH	pokračující hodnota
T	délka první fáze v letech

*Zdroj: Mařík, M. Určování hodnoty firem, 1998, str. 54.*

Pokračující hodnotu v čase získáme použitím tzv. Gordonova vzorce, který se běžně používá pro oceňování akcií na základě dividend.

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = FCFF_{T+1} (i_k - g)^{-1} \quad (2.26)$$

Kde: T poslední rok prognózovaného období  
 $i_k$  průměrné náklady kapitálu  
g předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tzn do nekonečna  
FCFF volný peněžní tok do firmy  
Podmínkou platnosti Gordonova vzorce je, aby  $i_k > g$ .  
*Zdroj: Mařík, M. Určování hodnoty firem, 1998, str. 55.*

### Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“, tzn. že výnosovou hodnotu počítáme pouze pro držitele vlastního kapitálu. Výsledkem je tedy také přímo hodnota vlastního kapitálu. Podle toho, jak chápeme čisté výnosy, rozlišujeme dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů. **První varianta** vychází z toho, že čistý výnos podniku má být jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků. Tuto variantu můžeme ztotožnit s metodou DCF equity. **Druhá varianta** se liší od první tím, že čistý výnos je odvozován především z upravených výsledků hospodaření.

Postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů je podobný jako u všech výnosových metod:

- **Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku** – Značný důraz je kladen na úpravy účetních výkazů za minulost s cílem dobrat se skutečných výsledků za minulost. Minulé výsledky by měly být základem pro plánování výsledků budoucích.
- **Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů.**
- **Odhad kalkulované úrokové míry** – Kalkulovaná úroková míra u této metody představuje náklady vlastního kapitálu a má za úkol vyjádřit výnosnost alternativního použití kapitálu.
- **Vlastní propočet výnosové hodnoty**
  - *Analytická metoda* – Je obdobou metody DCF s tím rozdílem, že očekávaný výnos z podniku kalkulujeme nikoli z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření. Předpokládáme-li trvalou existenci podniku

a máme-li k dispozici řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů, můžeme použít následující vzorec:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}\check{C}}{i_k} * \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (2.27)$$

Kde:  $H_n$  hodnota podniku netto, to znamená hodnota vlastního kapitálu  
 $\check{C}V_t$  odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy  
 $T$  délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (tj. délka první fáze)  
 $T\check{C}\check{C}$  trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu. Předpokládáme zde stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů  
 $i_k$  kalkulovaná úroková míra

*Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku, 2007, str. 271.*

- *Paušální metoda* – Paušální metodu lze použít tehdy, jestliže nepředpokládáme žádný větší dlouhodobý růst. Její využití je vhodné u menších stabilizovaných firem. Nejprve analyzujeme a upravíme minulé výsledky hospodaření. Poté z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos a to následujícím způsobem:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (2.28)$$

Kde:  $\check{C}V$  minulé upravené čisté výnosy  
 $q_t$  váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího odnímatelného čistého výnosu  
 $K$  počet minulých let zahrnutých do výpočtu

*Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku, 2007, str. 273.*

Jestliže máme k dispozici odhad trvale odnímatelného čistého výnosu neboli trvalého zisku, můžeme určit výnosovou hodnotu podniku pomocí vzorce (2.29) pro věčnou rentu.

$$H_n = TČV / i_k \quad (2.29)$$

Kde:  $H_n$  výnosová hodnota podniku  
 $TČV$  trvale odnímatelný čistý výnos  
 $i_k$  kalkulovaná úroková míra

*Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku, 2007, str. 273.*

### Kombinované výnosové metody

Jedná se o metody, které se snaží zkombinovat majtkové a výnosové ocenění. Patří sem:

- Metoda střední hodnoty
- Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

### Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ekonomickou přidanou hodnotu lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku nebo oceňování podniku. Základním předpokladem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Ekonomického zisku podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu. Základní obecný vzorec je:

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC \quad (2.30)$$

Kde:  $NOPAT$  Net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku po zdanění.  
 $Capital$  Kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku. V konceptu ekonomické přidané hodnoty se místo výrazu Capital používá termín NOA (net operating assets – čistá operační aktiva).  
 $WACC$  průměrné vážené náklady kapitálu

*Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku, 2003, str. 246.*

Vyhodnocení ukazatele EVA je velice jednoduché. Jestliže výsledek vyjde větší než 0 ( $EVA > 0$ ) podnik tvoří hodnotu pro vlastníky. Jestliže je výsledek roven 0, pak nedochází k zhodnocení investice. Pokud je výsledek záporný, tak výkonnost podniku nestačí ani k pokrytí nákladů spojených s užitím kapitálu.

V praxi je nejpoužívanější metodou ekonomické přidané hodnoty varianta EVA entity. Základní postup pro tuto obvyklou variantu je:

Tab. 2.4: Tržní hodnota vlastního kapitálu

Čistá operační aktiva (net operating assets – NOA)
+ Tržní přidaná hodnota (market value added – MVA)
<b>= Tržní hodnota operačních aktiv (tj. provozně potřebných)</b>
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
<b>= Tržní hodnota vlastního kapitálu (ocenění pro vlastníky)</b>

*Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku, 2007, str. 295.*

Velmi důležitou roli v tomto přístupu hraje tržní přidaná hodnota. MVA se dívá do budoucnosti a odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti. MVA můžeme počítat dvěma způsoby:

- **Ex post** – jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tento přístup lze provádět pouze u obchodovaných akciových společností.
- **Ex ante** – jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků. [7,8]

## 2.7.2. Metody založené na analýze trhu

Tržní metody jsou běžnému občanovi nejbližší. Jestliže chceme něco prodat či koupit, obvykle zjišťujeme, jaká je běžná cena na trhu. Podmínkou ovšem je značný výskyt případů a omezený rozptyl vlastností, které mají na cenu výraznější vliv. U podniků rozeznáváme dvě základní situace:

- **Přímé ocenění na základě dat získaných z kapitálového trhu** – patří zde metoda tržní kapitalizace, kdy stačí vynásobit aktuální cenu akcie počtem akcií.



- **Ocenění metodou tržního porovnání** – používáme tehdy, pokud potřebujeme ocenit jinou než akciovou společnost nebo akciovou společnost, s jejíž akciemi se běžně neobchoduje. Mezi metody tržního porovnání patří:
  - *Ocenění na základě srovnatelných podniků* – jedná se o srovnání s podobnými podniky, u kterých je známá cena jejich obchodovatelných akcií.
  - *Ocenění na základě srovnatelných transakcí* – jde o srovnání s podobnými podniky, které byly jako celek předmětem určité transakce a je tedy známá jejich realizační cena.
  - *Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů* [7]

### 2.7.3. Ocenění na základě analýzy majetku

Smyslem tohoto přístupu je ocenění každé majetkové složky podniku. Souhrnné ocenění poté získáme součtem všech těchto cen. Avšak hodnotu vlastního kapitálu dostaneme tehdy, když z tohoto součtu cen odečteme všechny dluhy a závazky. Hodnota vlastního kapitálu se může lišit podle toho, jaké ceny pro výpočet použijeme.

#### Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen

Vycházíme z cen, za kterých byl majetek skutečně pořízen. Výhodou je velká průkaznost získaného ocenění. Avšak zejména u dlouhodobého majetku vede ke značné odchylce od ekonomické reality.

#### Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Cílem tohoto druhu ocenění je zjistit, kolik by stálo znovuvybudování podniku. Rozlišujeme dvě substanční hodnoty – brutto a netto. Substanční hodnotu brutto získáme zjištěním aktuální reprodukční ceny stejného či podobného majetku sníženou o případné opotřebení. Když od výsledné hodnoty brutto odečteme dluhy, zjistíme substanční hodnotu netto.

Podle toho jak jsme schopni zahrnout do ocenění veškerá hmotná i nehmotná aktiva rozlišujeme úplnou a neúplnou substanční hodnotu. Pokud vyčíslíme veškeré náklady na znovuvybudování podniku přesně v tom stavu, v jakém je k datu ocenění včetně zmíněných nehmotných položek (např. know-how), hovoříme o úplné substanční hodnotě.

V praxi převažuje neúplná substanční hodnota. Získáme ji, když do výpočtu zahrneme pouze samostatně vymezitelný a manipulovatelný majetek, a to jak hmotný, tak nehmotný.

### **Likvidační hodnota**

Při této metodě bude hodnota podniku dána předpokládanými příjmy z likvidace, tzn. příjmy z odprodeje nebo likvidace jednotlivých majetkových položek. Likvidační hodnotu používáme při ocenění podniků s omezenou životností, ocenění ztrátových podniků, odhadu dolní hranice ocenění podniku nebo při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku. Samotný výpočet likvidační hodnoty je v podstatě jednoduchý, avšak z praktického hlediska je velice obtížný, neboť je třeba odhadnout, do jaké míry bude trh schopen majetek vstřebat a za jaké ceny.

### **Majetkové ocenění na principu tržních hodnot**

Tato metoda spočívá v ocenění každé majetkové položky podniku jejími tržními hodnotami. Konečnou hodnotu vlastního kapitálu podniku získáme jako součet tržních hodnot majetkových položek sníženou o závazky. Tento přístup je vhodné použít např. u investičních společností či u podniků holdingového typu. Naopak u běžného provozního podniku, u kterého se předpokládá jeho další trvání, nemá tato metoda velký význam. [7]

## **2.8. Faktor času a rizika**

Faktor času i faktor rizika se do oceňování promítají především prostřednictvím diskontní míry. Hodnotu aktiva vymezujeme jakou současnou hodnotu budoucích čistých peněžních příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva. Tato definice platí pro jednotlivé majetkové položky i pro podnik jako celek. Podle této definice můžeme postupovat při ocenění podniku výnosovými metodami i v rámci majetkového ocenění, pokud budeme výnosově oceňovat některé majetkové položky podniku.

Všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku nebo majetkové položky, nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Kromě jejich výše je důležitý i okamžik, ve kterém držitel aktivum získá. Mluvíme o tzv. časové hodnotě peněz. Příjem získaný dříve má pro příjemce větší význam, než příjem získaný později, jelikož získané prostředky může dříve investovat a dosáhnout tak z nich dalšího výnosu. Z tohoto důvodu musíme nejprve

všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, tj. zjistit jejich současnou hodnotu. Ke zjištění současné hodnoty (SH) se nejčastěji používá tzv. odúročitel.

$$SH \text{ jednotlivé částky} = \text{Částka} * \frac{1}{(1+i)^n} \quad (2.31)$$

Kde: SH      současná hodnota

i          diskontní míra

n          počet let

*Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku, 2003, str. 32.*

Kromě faktoru času je důležitý i faktor rizika, tedy pravděpodobnost, s jakou částky nastanou. Hodnota aktiv bude vyšší, pokud jsou očekávané příjmy poměrně jisté a naopak. Riziko členíme na obchodní a finanční a dále pak na systematické a nesystematické. [8]

## 3. Aplikační část

### 3.1. Charakteristika podniku

Pro použití a aplikaci teoretických východisek, která byla popsána v předcházející kapitole, byla vybrána **divize Adriana**, která spadá pod akciovou společnost **Europasta SE** se sídlem v Boršově nad Vltavou.

Společnost Europasta SE je středoevropský výrobce těstovin, který je v současné době největším dodavatelem těstovin v zemích tzv. Visegrádu – České republice, Maďarsku, Polsku a na Slovensku, jeho výrobky lze nalézt i v pobaltských nebo balkánských státech. Europasta SE je tvořena divizemi Adriana, Bratři Zátkové, TERO Rosice a dceřinou obchodní společností s působností na slovenském trhu Ideál Slovakia. [20]

#### 3.1.1. Divize Adriana

##### Historie

Moravská těstárna se sídlem v Litovli, Tři Dvory 97 byla založena v roce 1993 jako samostatný podnik Adriana, s. r. o. Vznikl moderní závod na výrobu těstovin, díky němuž krajina získala zcela nový ráz a město Litovel podnik, jenž ji dělá dobré jméno nejen na území České republiky. V roce 1998 byla rozšířena a modernizována technologie výroby čímž se společnost Adriana stala největším a nejmodernějším výrobcem těstovin v České republice. Instalací největší výrobní linky byla podstatně navýšena produkce. V roce 2010 společnost Adriana – výrobce těstovin, s. r. o. byla převedena pod evropskou společnost Europasta SE. Je nejmladší firmou koncernu s největší výrobní kapacitou.

##### Technologie

Kvalita těstovin Adriana je vedle jiných aspektů dána špičkovou italskou technologií, kterou doposud nevlastní žádná jiná tuzemská firma. Jednotlivé druhy těstovin jsou vyráběny na čtyřech výrobních linkách.

Kapacita výroby je 48 000 tun těstovin za rok, což trojnásobně převyšuje možnosti ostatních tuzemských firem a řadí Adrianu mezi nejmodernější střední evropské výrobce. Celá výroba těstovin je pod přímým dohledem italských specialistů.

Dodavatelem výrobních linek byla zvolena italská firma Pavan, což je jeden z největších světových výrobců těstářenské technologie. Všechny výrobní linky jsou vybaveny systémem T.A.S. (Thermo-active-system) umožňujícím použití velmi vysokých teplot (až 120 °C) při sušícím procesu. Vyrobené těstoviny jsou téměř sterilní, což dokazují výsledky laboratorních testů, kterým jsou těstoviny podrobeny v závěrečné fázi výrobního procesu.

## Produkty

Adriana nabízí 36 druhů bezvaječných těstovin ve dvou základních řadách Exclusive a Standard. Těstoviny řady **Exclusive** – v červených obalech s pěti hvězdičkami, které jsou nejitalstější české těstoviny. K jejich výrobě je používáno tzv. semolinu, což je mouka z tvrdé těstářenské pšenice, která se dováží z Rakouska a Itálie. Těstoviny vyrobené ze semoliny jsou špičkové kvality – nelepí se, nerozvaňují a drží svůj tvar. Semolina používaná na výrobu těstovin červené řady má vysoký obsah pigmentu, vysoce jakostní lepek, který těstovinám dává přirozenou žlutou barvu. Tento lepek je podstatně pevnější než lepek v potravinářských pšenicích, drží hmotu pohromadě a těstovina se nerozvaří.

Těstoviny řady **Standard** – v zelených obalech se třemi hvězdičkami - se vyrábí z nejlepších druhů polohrubé výběrové mouky s přidáním zlepšujících ingrediencí. Tuto surovinu Adriana odebírá od 15 významných dodavatelů z Moravy i Čech.

Obě řady těstovin zahrnují těstoviny:

- **Dlouhé** - měří 26 cm a patří zde špagety a makaróny. Dlouhé těstoviny, zejména špagety, patří mezi nejoblíbenější mezi spotřebiteli.
- **Přílohové** - jsou krátké těstoviny nejrůznějších tvarů, které lze použít jako přílohu k hlavnímu jídlu. Stále častěji se používají jako hlavní složka pokrmu v nejrůznějších chuťových podobách. V našem případě se jedná konkrétně o řezance, noky, trubky, spirály, kolínka, vřetena, kloboučky, vývrtky, trubičky, široké nudle, mušle, rolliny, fusilli corti, kolínka malá a fleky.
- **Polévkové** - jsou drobných tvarů a nacházejí nejčastější uplatnění při přípravě polévek. Kromě tradičních nudliček jsou to i mušličky, obrázky a těstovinová rýže.

## Partneři

V tuzemsku jsou těstoviny Adriana distribuovány celoplošně za pomoci regionálních zástupců a stále se dynamicky rozšiřující sítě obchodních řetězců. Výrobky Adriana naleznete

v největších a nejznámějších supermarketech jakými jsou: Ahold, Globus, Interspar, Tesco, Makro, Penny a Coop. Kromě těchto řetězců Adriana zásobuje i velkoobchody zaměřené na distribuci maloobchodních prodejen i gastronomických provozů.

Větší část produkce je určena pro zahraničí. Jedná se především o 15 druhů těstovin základní zelené řady, ale pokračující příznivý trend Adriana zaznamenává také v exportu semolinových druhů červené řady těstovin Exclusive. Nejvýznamnějším odbytištěm jsou země střední Evropy, hlavně Slovensko, Polsko a Maďarsko. Dalšími významnými obchodními partnery jsou odběratelé z pobaltských republik - Litvy, Lotyšska, Estonska a také balkánské země jako Chorvatsko či Slovinsko. Své místo zaujímá i trh zemí bývalého Sovětského svazu, k nimž patří Ukrajina, Kazachstán a zejména pak Rusko. Mezi další zahraniční odběratele patří kromě výše uvedených trhů také Izrael. Těstoviny Adriana našly odbytiště i v Africe. Uplatnily se již na trzích v Nigérii, Senegal a v Pobřeží slonoviny. [19]

### **Dodavatelé**

Společnost Adriana nemá jednoho dodavatele, ale má stabilizovaný počet několika větších dodavatelů. Mezi nejvýznamnější dodavatele patří Model Opava, Tapa Tábor, OTK Kolín a většina mlýnů v České republice.

### **Konkurence**

Společnost Adriana se snaží co nejvíce reagovat na požadavky zákazníků a vyrábět konkurenceschopné produkty, což se jim určitě daří. Kapacita výroby, která činí 48 000 tun těstovin za rok, trojnásobně převyšuje možnosti ostatních tuzemských firem a řadí Adrianu mezi nejmodernější střední evropské výrobce. Nejvýznamnějšími konkurenty na trhu jsou Rosické těstoviny, Zátkovy těstoviny, Japavo, Panzani a dále dva výrobci z Polska.

### **Zhodnocení vnitřního potenciálu**

I když společnost Adriana není na trhu těstovin příliš dlouho, zaujímá významnou roli v tomto oboru. Mezi silné stránky patří kapacita výroby, moderní technologie výroby, kvalitní produkty srovnatelné s konkurencí či dostatečně vybudovaná distribuční síť. Díky těmto silným stránkám patří společnost Adriana nejen mezi významné firmy v tuzemsku, ale i ve střední Evropě. Jelikož výroba těstovin patří v České republice mezi rostoucí obory, tak lze díky výše zmíněným silným stránkám předpokládat, že společnost Adriana má relativně dobrý vnitřní potenciál, který by se v budoucnu měl projevit ve zvýšené oceňovací hodnotě.

## 3.2. Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Je zaměřena na analýzu makroprostředí a mikroprostředí.

### 3.2.1. Analýza makroprostředí

Každý podnik je ovlivňován prostředím, ve kterém se nachází. Proto je třeba sledovat vývoj alespoň některých makroekonomických ukazatelů, které toto prostředí ovlivňují. Patří sem např. tempo růstu HDP, fiskální politika státu, vývoj peněžní nabídky, vývoj devizových kurzů, vývoj úrokových sazeb, vývoj inflace nebo ekonomické a politické šoky.

Tab. 3.1: Hlavní makroekonomické indikátory

Ukazatel		2006	2007	2008	2009	2010	2011 predikce	2012 predikce
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	6,4	6,1	2,5	-4,1	2,5	2,2	2,7
Spotřeba domácností	růst v %, s.c.	5,5	5,0	3,6	-0,2	1,0	1,0	2,9
Spotřeba vlády	růst v %, s.c.	1,2	0,5	1,1	2,6	0,2	-3,5	-2,7
Průměrná míra inflace	%	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	2,3	2,4
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %		1,9	1,6	-1,4	-1,0	0,3	0,6
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	7,1	5,3	4,4	6,7	7,3	7,2	6,8
Předpoklady:								
Směnný kurz CZK/EUR		28,3	27,8	24,9	26,4	25,3	24,3	23,6
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	3,8	4,3	4,6	4,7	3,7	3,8	3,8
Ropa Brent	USD/Barel	65	73	98	62	80	88	94
HDP eurozóny (EA12)	růst v %, s.c.	3,0	2,8	0,4	-4,1	1,7	1,7	2,0

*Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z [21]*

### Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt neboli HDP je základním národohospodářským ukazatelem pro měření výkonnosti celé ekonomiky. HDP je celková hodnota statků a služeb nově vytvořených v daném období na území určitého území. HDP přepočtený na obyvatele lze použít jako měřítko životní úrovně a bohatství dané země.

V roce 2006 došlo k nejvyššímu růstu HDP za první desetiletí tohoto století. HDP v tomto roce vzrostlo oproti předcházejícímu roku o 6,4 %. Následující rok dosáhlo HDP hodnoty 3 535,5 mld. Kč a v meziročním srovnání bylo vyšší o 313,1 mld. Kč. V důsledku začínající celosvětové hospodářské krize stoupl HDP v roce 2008 o pouhých 2,5 % oproti

roku 2007. Pokračující hospodářská krize v roce 2009 způsobila snížení poptávky po statcích a službách a tedy snížení dovozu a vývozu. Z tohoto důvodu došlo v roce 2009 ke snížení HDP o 4,1 % oproti roku 2008. V roce 2010 začala velikost hrubého domácího produktu opět růst a hodnota HDP vzrostla o 2,5 %. V následujících letech se předpokládá zhruba podobný vývoj.

### **Míra inflace**

Obecně inflace znamená všeobecný růst cenové hladiny v čase. V letech 2006 a 2007 měla míra inflace stabilní vývoj okolo 2 %. V následujícím roce však míra inflace dosáhla 6,3 %. Růst cenové hladiny v tomto roce způsobily dopady opatření reformy veřejných financí jako bylo např. zvýšení sazby daně z přidané hodnoty z 5 % na 9 %. Během roku 2009 míra inflace klesala a na konci roku dosáhla hodnoty 1 %. Na růstu cenové hladiny v roce 2009 se podílelo zboží s regulovanými cenami. Naopak pokles cen byl zjištěn u potravin a automobilů. V roce 2010 dosáhla míra inflace 1,5 % a byla tak třetí nejmenší mírou inflace od roku 1989. Největší vliv na zvýšení celkové úrovně spotřebitelských cen měly ceny potravin a bydlení. Nižší byly naopak ceny např. u automobilů. V roce 2011 se je očekávána míra inflace lehce nad 2% hranicí. [17,18]

### **Nezaměstnanost**

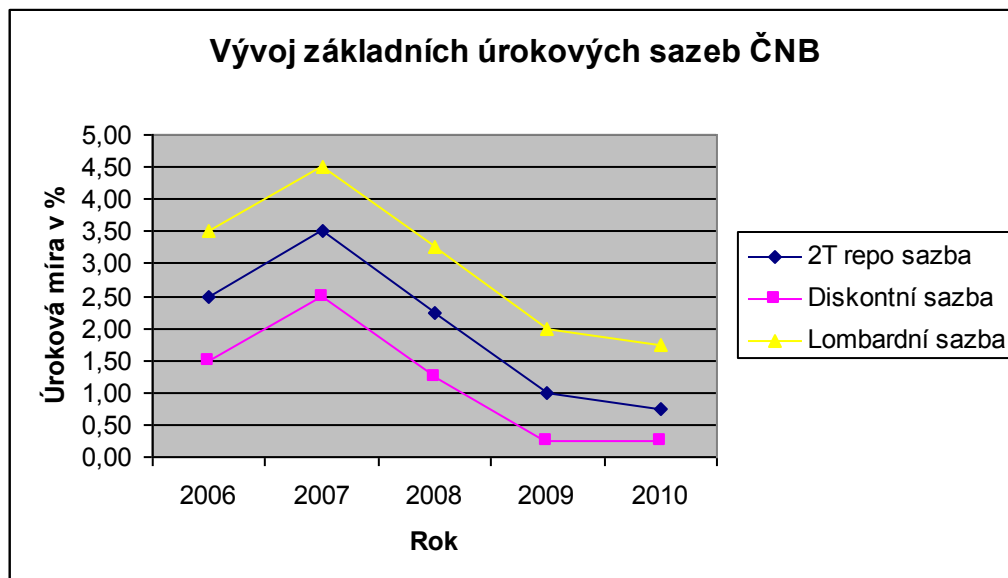
Míra nezaměstnanosti dle výsledků VŠPS (Výběrové šetření pracovních sil) od roku 2006 do roku 2008 pravidelně klesala. V roce 2008 dosáhla 4,4 %. V roce 2009 z důvodu celosvětové ekonomické krize míra nezaměstnanosti vzrostla a dosáhla hodnoty 6,7 %. V roce 2010 růst míry nezaměstnanosti pokračoval a zastavil se až na úrovni 7,3 %. V roce 2011 se očekává míra nezaměstnanosti přibližně na stejné úrovni.

### **Úvěry a úrokové sazby**

Základní úrokové sazby stanovené Českou národní bankou se od roku 2007 neustále snižovaly. Na konci roku 2010 dosáhla 2T repo sazba hodnoty 0,75 %, diskontní sazba 0,25 % a lombardní sazba 1,75 %. Z grafu 3.1 je patrný klesající trend základních úrokových sazeb ČNB.



Obr. 3.1: Vývoj základních úrokových sazeb ČNB



Zdroj: Vlastní zpracování na základě údajů z [16]

Úrokové sazby se v současné době nacházejí na historickém minimu. Díky nízké inflaci a sílící ekonomice se nepředpokládá, že by se úrokové sazby měly v roce 2011 zvyšovat. Pro podniky je stanovení nízkých úrokových sazeb českou národní bankou velice důležité, jelikož se od nich odvíjí úroky bankovních sazeb a úvěrů. Díky těmto nízkým sazbám lze předpokládat, že se zvýší poptávka po úvěrech, které podniky mohou použít k budoucím investicím či na provoz.

### Fiskální politika

Celkové saldo hospodaření za rok 2009 dosáhlo 192,4 mld. Kč. Oproti roku 2008 je výsledek horší o 172,4 mld. Kč. Celkové příjmy dosáhly na konci roku 2009 výše 974,6 mld. Kč, což představuje meziroční snížení o 8,4 % Kč. Největší část tvořily daňové příjmy ve výši 481,5 mld. Kč (49,6 % celkových příjmů). Celkové výdaje státního rozpočtu za rok 2009 byly ve výši 1152 mld. Kč. Představuje to meziroční růst o 7,7 %. Největší část výdajů připadly na sociální dávky (43,5 % celkových výdajů). [23]

Daň z příjmů právnických osob v posledních letech neustále klesala. Od roku 2010 činí 19 %. Pro další roky se nepředpokládá její další snižování.

### 3.2.2. Analýza mikroprostředí

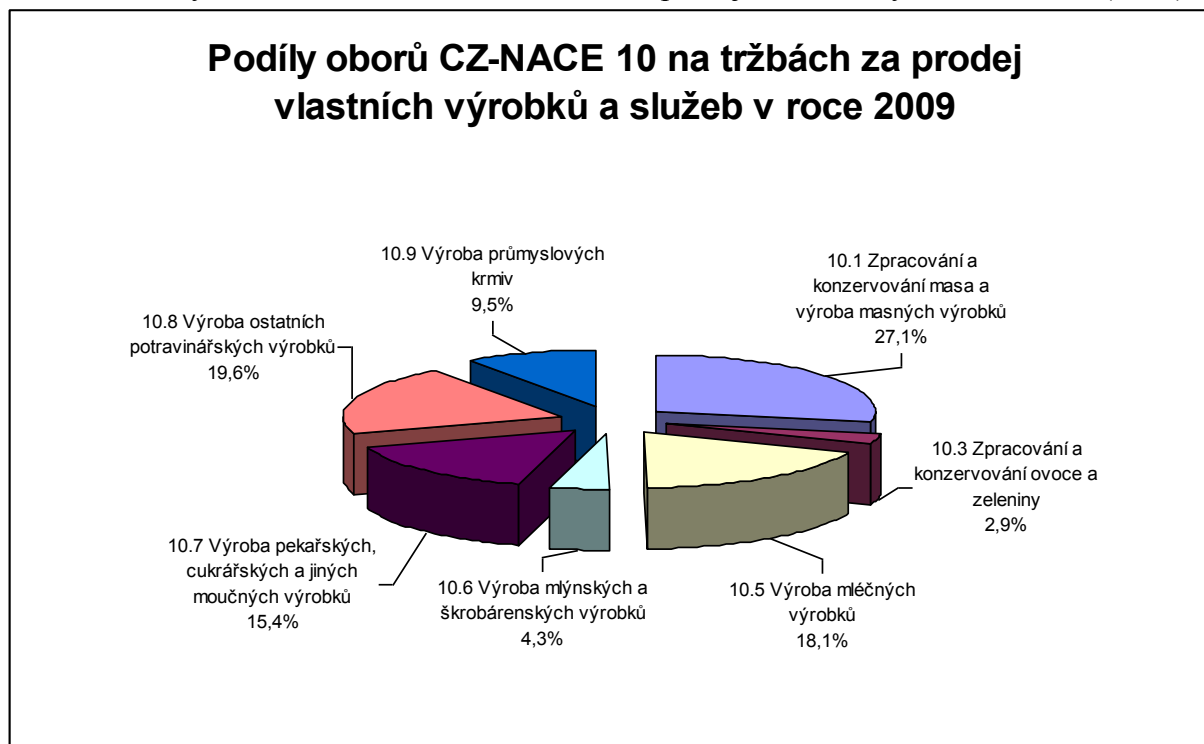
Současná divize Adriana stejně jako její předchůdce společnost Adriana, s. r. o. spadá dle klasifikace OKEČ (odvětvová klasifikace ekonomických činností) do zpracovatelského průmyslu (sekce D) pod část č. 15 Výroba potravinářských výrobků a nápojů. Tato část se dále člení na několik skupin. Divize Adriana spadá do skupiny 15.85 – výroba těstovin.

Odvětvová klasifikace ekonomických činností byla 1. 1. 2008 z důvodu technologického a technického rozvoje nahrazena novou Klasifikací ekonomických činností (CZ–NACE). Podle této nové klasifikace spadá divize Adriana pod zpracovatelský průmysl do sekce C do části č. 10 Výroba potravinářských výrobků. Výroba potravinářských výrobků se dále dělí na následující skupiny:

- 10.1 - Zpracování a konzervování masa a masných výrobků;
- 10.2 - Zpracování a konzervování ryb, korýšů a měkkýšů,
- 10.3 - Zpracování a konzervování ovoce a zeleniny;
- 10.4 - Výroba rostlinných a živočišných olejů a tuků;
- 10.5 - Výroba mléčných výrobků;
- 10.6 - Výroba mlýnských a škrobářských výrobků;
- 10.7 - Výroba pekařských, cukrářských a jiných moučných výrobků;
- 10.8 - Výroba ostatních potravinářských výrobků;
- 10.9 - Výroba průmyslových krmiv.

Dle tohoto nového členění patří divize Adriana do skupiny 10.7 – Výroba pekařských, cukrářských a jiných moučných výrobků do podskupiny 10.73 – výroba těstovin.

Obr. 3.2: Podíly oborů CZ-NACE 10 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb (2009)



Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu [22]

Z Obr. 3.2 je patrné, že výroba pekařských, cukrářských a jiných moučných výrobků zaujímá čtvrtý největší podíl na celkových tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb u oborů CZ-NACE 10 za rok 2009.

### Pozice odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu

Pozice výroby potravinářských výrobků (CZ-NACE 10) byla podle údajů za rok 2009 v rámci zpracovatelského průmyslu obdobně jako v minulých letech významná. U tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb v běžných cenách činil podíl této výroby na zpracovatelském sektoru 7,7 %. U ukazatele účetní přidaná hodnota činil podíl CZ-NACE 10 na zpracovatelském průmyslu v hodnoceném roce 7,3 % a u zaměstnanosti 9,0 %. Na podporu rozvoje potravinářských výrobků byly určeny i některé programy jako např. podpora v rámci Programu rozvoje venkova či programy pro malé a střední podniky poskytované prostřednictvím ČMZR.

### Hlavní ekonomické ukazatele

Cenový vývoj u potravinářských výrobků v členění podle hlavních skupin výrobků (CZ-NACE 10.1 – CZ-NACE 10.9) byl v letech 2008 – 2009 značně rozdílný. V roce 2008 byl výrazný nárůst cen průmyslových výrobců potravinářských výrobků a to zejména u výrobců

rostlinných a živočišných olejů a tuků a výrobců mlýnských a škrobářenských výrobků. Naopak v roce 2009 index cen průmyslových výrobců potravinářských výrobků výrazně klesl. A to hlavně u výrobců, u kterých v roce 2008 nastalo výrazné zvýšení.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v rámci CZ-NACE 10 se mezi roky 2008 – 2009 snížily u všech oborů. Nejvíce však u výrobců mlýnských a škrobářenských výrobků (pokles o 19,5 %) a výrobců průmyslových krmiv (pokles o 17 %). Nejvyšší nárůst přidané hodnoty byl zjištěn u oboru 10.1 – Zpracování a konzervování masa a masných výrobků (o 18 %), nejvyšší pokles naopak u výrobců průmyslových krmiv (pokles o 5 %). Počet zaměstnanců u všech oborů v rámci CZ-NACE 10 se meziročně snížil přibližně o 4 %. V rámci osobních nákladů došlo k nejvyššímu růstu v oboru 10.9 – Výroba průmyslových krmiv. Ke snížení osobních nákladů došlo pouze u oboru 10.3 - Zpracování a konzervování ovoce a zeleniny.

### **Shrnutí a perspektiva odvětví**

Výroba potravinářských výrobků patřila v roce 2009 k významným odvětvím zpracovatelského průmyslu. Na oborové struktuře zpracovatelského průmyslu se sledované odvětví svými produkčními ukazateli podílelo přibližně 10 %. Z hlediska mezinárodního srovnání je potřeba dalšího růstu produktivity práce. Přínosem z hlediska nabízeného domácího sortimentu jsou pozitivní trendy u biopotravin. Realizován je i projekt marketingové podpory regionálních potravin. Hlavní marketingová podpora je směřována k udržení zájmu spotřebitelů o kvalitní potraviny. V tomto směru sehrává významnou úlohu značka KLASA. Nejen pro malé a střední podniky, ale i pro velké firmy, jsou připraveny podpůrné programy, které přispívají k zajištění finančních zdrojů a mohou vést k vyšší konkurenceschopnosti na trhu. [22]

### **3.3. Analýza absolutních ukazatelů**

Součástí analýzy absolutních ukazatelů je provedení horizontální a vertikální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Informace k analýze byly čerpány z účetních výkazů hospodaření společnosti Adriana za roky 2006 – 2009. Horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů jsou vypracovány v přílohách č. 4 až 7.

### 3.3.1. Analýza rozvahy

#### Vertikální analýza rozvahy

Vertikální analýza posuzuje strukturu rozvahy (aktiv a pasiv) za jednotlivá léta. Z vertikální analýzy aktiv vyplývá, že poměr dlouhodobého majetku k oběžnému majetku se během analyzovaných let pohyboval v poměru 7:3. Oběžný majetek má podíl na bilanční sumě v roce 2006 26,24 %. V následujícím roce roste na své maximum během analyzovaných let a to na 33,48 %. Největší podíl na tom měl růst krátkodobých pohledávek a zásob. V dalších dvou letech se oběžný majetek pohybuje mírně nad 27 % bilanční sumy.

V roce 2006 má dlouhodobý majetek podíl na bilanční sumě 73,23 % (v tomto roce je nejvyšší). Následující rok dlouhodobý majetek dosahuje svého minima ve výši 65,93 % bilanční sumy. Ovšem další dva roky už dosahuje znovu více než 70 % a to přesně 72,51 % v roce 2008 a 71,93 % v roce 2009. Dlouhodobý finanční majetek se nepodílí vůbec a dlouhodobý nehmotný majetek jen velmi nepatrně (max. 0,2 %). Zbývající podíl tvoří dlouhodobý hmotný majetek. V největší míře se na něm podílí samostatné movité věci. V roce 2009 tvoří největší podíl ve výši 49,50 %. Naopak nejmenší podíl dosahují samostatné movité věci v předcházejícím roce (34,21 %). Významný podíl zaujímá i položka stavby, která se během analyzovaných let pohybuje v průměru kolem 20 %. Tabulka 3.2 ukazuje procentuální podíly hlavních položek aktiv.

Tab. 3.2: Struktura aktiv v letech 2006 - 2009

Položka aktiv	2006	2007	2008	2009
AKTIVA CELKEM	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Dlouhodobý majetek	73,23 %	65,92 %	72,51 %	71,93 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,20 %	0,13 %	0,07 %	0,07 %
Dlouhodobý hmotný majetek	73,02 %	65,78 %	72,44 %	71,86 %
Dlouhodobý finanční majetek	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Oběžná aktiva	26,04 %	33,48 %	27,22 %	27,48 %
Zásoby	7,02 %	8,95 %	6,20 %	7,50 %
Dlouhodobé pohledávky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Krátkodobé pohledávky	18,63 %	24,30 %	20,89 %	19,75 %
Krátkodobý finanční majetek	0,39 %	0,23 %	0,13 %	0,23 %
Časové rozlišení	0,73 %	0,60 %	0,27 %	0,58 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Jestliže se podíváme na stranu pasiv, zjistíme, že podíl vlastního a cizího kapitálu v prvních dvou letech je přibližně 3:2. Na straně vlastního kapitálu mají největší podíl fondy ze zisku. Avšak v roce 2008 dochází ke změně a cizí kapitál dosahuje 53,98 %. Nárůst je způsobený především zvýšením krátkodobých závazků a poskytnutím bankovních úvěrů zejména dlouhodobých. V roce 2009 vlastní kapitál opět tvoří více než 50% podíl. Obrat je způsobený zejména výsledkem hospodaření běžného účetního období a také splacením krátkodobých závazků.

Tab. 3.3: Struktura pasiv v letech 2006 - 2009

Položka pasiv	2006	2007	2008	2009
PASIVA CELKEM	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Vlastní kapitál	60,27 %	57,36 %	46,00 %	52,86 %
Základní kapitál	5,09 %	4,73 %	3,68 %	3,62 %
Kapitálové fondy	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Fondy ze zisku	48,60 %	45,13 %	35,09 %	34,50 %
Výsledek hospodaření minulých let	2,91 %	5,36 %	4,91 %	6,47 %
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3,67 %	2,14 %	2,30 %	8,27 %
Cizí zdroje	39,73 %	42,64 %	53,98 %	46,91 %
Rezervy	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Dlouhodobé závazky	10,88 %	0,00 %	0,00 %	3,02 %
Krátkodobé závazky	15,23 %	21,82 %	26,99 %	16,16 %
Bankovní úvěry a výpomoci	13,62 %	20,82 %	26,99 %	27,37 %
Časové rozlišení	0,00 %	0,00 %	0,02 %	0,23 %

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Tabulka 3.3 ukazuje strukturu pasiv během analyzovaných let 2006 – 2009. Je v ní přehledně zaznamenán procentuální podíl jednotlivých položek na celkových pasivech.

### Horizontální analýza rozvahy

Horizontální analýza porovnává jednotlivé položky v čase. Zjišťuje, o kolik se absolutně změnila konkrétní položka (rozdíl mezi základním a běžným obdobím) a kolik tato změna činí v procentech. Vývoj struktury aktiv a pasiv v letech 2006 – 2009 ukazují následující dvě tabulky.

Tab. 3.4: Vývoj struktury aktiv v letech 2006 - 2009

Položka aktiv	2006 - 2007		2007 - 2008		2008 - 2009	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
AKTIVA CELKEM	30 199	7,69 %	120 874	28,59 %	9 269	1,71 %
Dlouhodobý majetek	-8 783	-3,06 %	115 539	41,46 %	3 503	0,89 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	-232	-29,26 %	-169	-30,12 %	7	1,79 %
Dlouhodobý hmotný majetek	-8 551	-2,98 %	115 708	41,61 %	3 496	0,89 %
Dlouhodobý finanční majetek	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Oběžná aktiva	39 332	38,48 %	6 395	4,52 %	4 003	2,7 %
Zásoby	10 280	37,28 %	-4 151	-10,97 %	7 778	23,08 %
Dlouhodobé pohledávky	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Krátkodobé pohledávky	29 622	40,51 %	10 820	10,53 %	-4 377	-3,85 %
Krátkodobý finanční majetek	-570	-37,35 %	-274	-28,66 %	602	88,27 %
Časové rozlišení	-350	-12,16 %	-1 060	-41,93 %	1 756	119,62 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Tab. 3.5: Vývoj struktury pasiv v letech 2006 - 2009

Položka pasiv	2006 - 2007		2007 - 2008		2008 - 2009	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
PASIVA CELKEM	30 199	7,69 %	120 874	28,59 %	9 269	1,71 %
Vlastní kapitál	5 932	2,5 %	7 550	3,11 %	42 218	16,88 %
Základní kapitál	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Kapitálové fondy	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Fondy ze zisku	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Výsledek hospodaření minulých let	11 264	98,77 %	4 042	17,83 %	9 086	34,02 %
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-5 332	-37,04 %	3 455	38,13 %	33 185	265,12 %
Cizí zdroje	24 283	15,57 %	113 189	62,80 %	-34 071	-11,61 %
Rezervy	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Dlouhodobé závazky	-42 700	-100,00 %	0	0,00 %	16 673	-
Krátkodobé závazky	32 448	54,26 %	54 487	59,07 %	-57 362	-39,09 %
Bankovní úvěry a výpomoci	34 535	64,60 %	58 702	66,71 %	4 618	3,15 %
Časové rozlišení	-16	-100,00 %	135	-	1 115	825,93 %

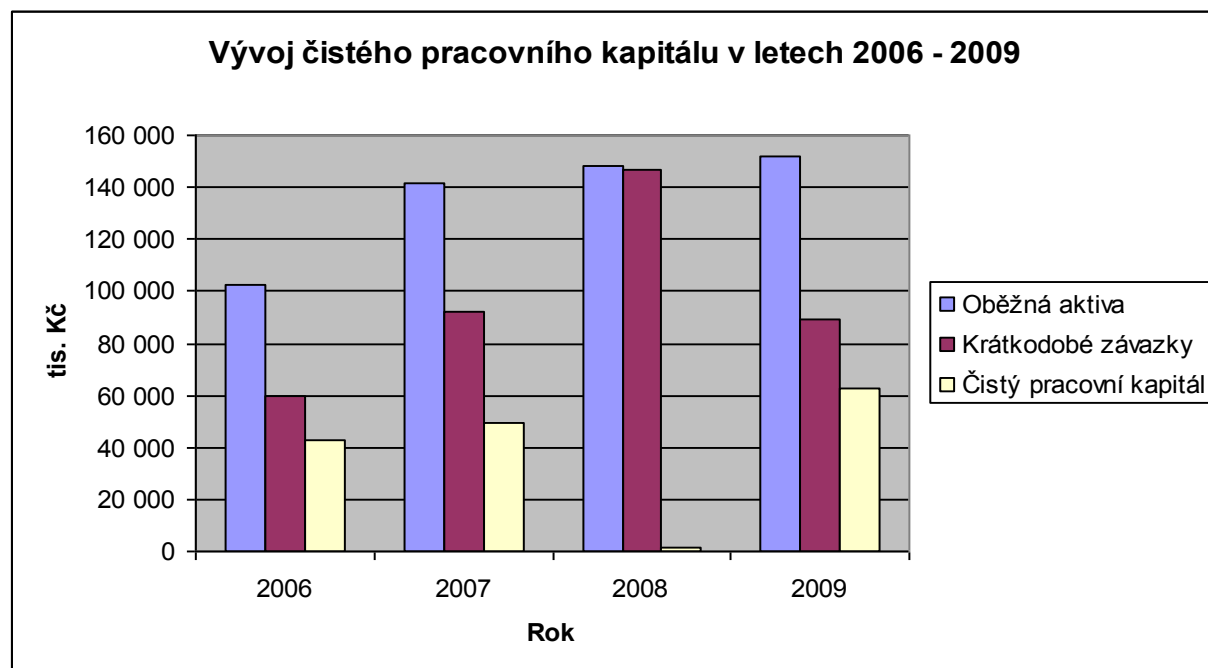
Zdroj: Vlastní zpracování

Bilanční suma každý rok vzrůstala. Mezi roky 2006 – 2007 činil nárůst 7,69 %. Na straně aktiv byla tato změna způsobena hlavně růstem oběžného majetku o 38,48 % (nárůst o 39 332 tis. Kč). Na straně pasiv se na růstu nejvíce podílí krátkodobé závazky, kdy došlo ke zvýšení o 54,26 % (zvýšení o 32 448 tis. Kč). Nejvyššího nárůstu bilanční sumy bylo dosaženo mezi roky 2007 - 2008 a to o 28,59 %. V absolutním vyjádření se jednalo o zvýšení o 120 874 tis. Kč. Dlouhodobý majetek v tomto roce vzrostl o 41,46 %, oběžný majetek o 2,71 %. Na straně pasiv byla změna způsobena opět zvýšením krátkodobých závazků. Nejmenšího nárůstu bilanční sumy bylo dosaženo mezi roky 2008 a 2009. Nárůst představoval pouhých 1,71 %, v peněžním vyjádření tedy o 9 269 tis. Kč oproti předchozímu roku. Oproti předchozím rokům nedošlo na straně aktiv k výraznému růstu dlouhodobého ani oběžného majetku. Na straně pasiv došlo k růstu výsledku hospodaření běžného účetního období o 265,12%, v peněžním vyjádření o 33 185 tis. Kč a ke snížení krátkodobých závazků o 39,09 %.

### Čistý pracovní kapitál

Ukazatel nás informuje o tom, jaká část oběžných aktiv je financována dlouhodobými finančními zdroji. Hodnota čistého pracovního kapitálu se zjistí jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Vývoj čistého pracovního kapitálu znázorňuje Obr. 3.3.

Obr. 3.3: Vývoj čistého pracovního kapitálu v letech 2006 – 2009



Zdroj: Vlastní zpracování



Z Obr. 3.3 lze vyčíst, že hodnota čistého pracovního kapitálu měla v analyzovaných letech vzrůstající tendenci kromě roku 2008. Z důvodu výstavby nové haly došlo v tomto roce k výraznému nárůstu krátkodobých závazků a zároveň tedy i ke snížení čistého pracovního kapitálu. Celkově však lze říci, že firma vykazuje dobrou platební schopnost.

### **3.3.2. Analýza výkazu zisku a ztráty**

#### **Vertikální analýza VZZ**

Před zahájením samotného výpočtu procentních podílů jednotlivých položek výkazu zisku a ztrát je důležité zvolit si základnu procentní analýzy. V našem případě tvoří základnu celkové tržby. Celkové tržby jsou tvořeny tržbami za prodej zboží, tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb a tržbami z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.

Vzhledem k tomu, že divize Adriana se zabývá výrobou a prodejem těstovin, je důležitá část tržeb tvořena prodejem vlastních výrobků a služeb. Během analyzovaných let se hodnota této položky pohybovala kolem 90 % k celkovým tržbám. Zajímavý je poměr přidané hodnoty k celkovým tržbám. V roce 2006 byla 18,55 % a následující dva roky klesla na úroveň kolem 13 %. V posledním analyzovaném roce poměr přidané hodnoty k celkovým tržbám stoupl a dosáhl hodnoty 20,62 %. Nárůst byl způsoben zejména poklesem spotřeby materiálu a energie. Poměr provozního výsledku hospodaření k celkovým tržbám má během analyzovaných let klesající a poté stoupající charakter. Nejlepšího poměru bylo dosaženo v roce 2009, kdy poměr provozního výsledku hospodaření k celkovým tržbám byl na úrovni 11,36 %. Poměr účetního výsledku hospodaření k celkovým tržbám má podobný průběh jako u provozního výsledku hospodaření. Z 5,31 % v roce 2006 klesá na 2,64 v roce 2007. Následující dva roky opět stoupá. V roce 2009 byl poměr účetního výsledku hospodaření k celkovým tržbám 10,55 %.

#### **Horizontální analýza VZZ**

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty podává přehled o vývoji jednotlivých položek tohoto účetního výkazu za určité časové období. Když se podíváme na základní položky výkazu zisku a ztráty, uvidíme tyto změny. Položka tržby za prodej vlastních výrobků a služeb mezi roky 2006 až 2008 pravidelně stoupala. Mezi roky 2008 – 2009 došlo k poklesu o 10,52 %. V absolutním vyjádření se jednalo o snížení o 56 762 tis. Kč. Podobného vývoje

jako tržby za prodej vlastních výrobků a služeb dosahuje i položka výkonová spotřeba. První tři analyzované roky pravidelně stoupá a svého maxima dosahuje v roce 2008 a to ve výši 464 440 Kč. Následující rok výkonová spotřeba klesá o 20,36 % na částku 369 903 tis. Kč. Snížení výkonové spotřeby bylo způsobeno téměř 25% snížením spotřeby materiálu a energie.

Provozní výsledek hospodaření mezi roky 2006 – 2007 klesl o téměř 37 % na částku 13 981 tis. Kč. Následující dva roky opět narůstá a svého maxima dosahuje v posledním analyzovaném roce částkou 61 621 tis. Kč. Při porovnání s výsledkem z roku 2008 se jednalo o nárůst ve výši 135,34 %. Výsledek hospodaření před zdaněním má stejný vývoj jako provozní výsledek hospodaření. Svého maxima dosahuje v posledním analyzovaném roce a to částkou ve výši 57 228 tis. Kč. Jednalo se o zvýšení o více než 263 % oproti předcházejícímu roku.

### 3.4. Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele vznikají, když dáváme jednotlivé absolutní ukazatele do vzájemných poměrů. Pro výpočet jednotlivých ukazatelů byla použita data z účetních výkazů za roky 2006 – 2009. Při výpočtech byly použity vzorce uvedené v teoretické části diplomové práce.

#### 3.4.1. Ukazatele rentability

Poměřují konečný výsledek dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu. Může to být k celkovým aktivům, kapitálu nebo k tržbám.

Tab. 3.6: Ukazatele rentability

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009
ROI (v %)	2.1	4,02	2,57	3,00	9,24
ROA (v %)	2.2	5,29	3,38	3,80	11,55
ROE (v %)	2.3	6,08	3,74	5,03	15,64
ROCE (v %)	2.4	7,43	5,89	8,26	20,67
ROS (v %)	2.5	4,06	2,01	2,20	8,42

*Zdroj: Vlastní zpracování*

### **Rentabilita celkového vloženého jmění (ROI)**

Ukazatel pracuje se zdaněnou hodnotou čitatele a ukazuje „čistou“ rentabilitu firmy z pohledu podnikatele nacházejícího se současně v pozici vlastníka i věřitele. V roce 2007 se hodnota snižuje oproti roku 2006. V roce 2008 a 2009 opět stoupá díky vzrůstající hodnotě v čitateli. Čím vyšší je výsledná hodnota, tím je to pro podnik lepší.

### **Rentabilita aktiv (ROA)**

Ukazatel pracuje se ziskem před úroky a daněmi. Vyjadřuje tedy rentabilitu podniku, kdyby neexistovala daň ze zisku. V roce 2006 dosáhla rentabilita 5,29 %. V následujícím roce však klesla o přibližně o dvě procenta, což bylo způsobeno zvýšením aktiv a snížením zisku před úroky a daněmi. Nárůst ukazatele v roce 2008 a zejména v roce 2009 je způsobený vzrůstajícím ziskem před úroky a zdaněním a také zvyšováním aktiv. Tento kladný vývoj je dobrý pro investory i věřitele společnosti.

### **Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)**

Vývoj ukazatele rentability vlastního kapitálu má podobný vývoj jako předchozí dva ukazatele. V roce 2006 byla rentabilita vlastního kapitálu 6,08 procent. Ve druhém analyzovaném roce poklesl, ale v letech 2008 a 2009 začal znovu růst. Velké zvýšení rentability vlastního kapitálu je vidět zejména v roce 2009, kdy dosáhla hodnoty 15,64 %. Nárůst byl způsobený snížením nákladů, čímž bylo dosaženo vyššího zisku.

### **Rentabilita celkového investovaného kapitálu (ROCE)**

Tento ukazatel vyjadřuje komplexně hospodaření společnosti. Ve druhém analyzovaném roce je stejně jako u předchozích ukazatelů vidět pokles. Avšak následující dva roky ukazatel opět stoupá.

### **Rentabilita tržeb (ROS)**

Ukazatel vyjadřuje zisk na jednu korunu tržeb. V roce 2007 je patrný pokles oproti předcházejícímu roku, který byl způsobený snížením provozního hospodářského výsledku. V následujících dvou letech dochází k opětovnému nárůstu ukazatele. Zejména v roce 2009 je patrný výrazný nárůst ukazatele. Vysoká rentabilita tržeb v tomto roce byla způsobena snížením nákladů, což mělo za následek zvýšení celkového výsledku hospodaření.

### 3.4.2. Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity informují podnik, jak využívá jednotlivé majetkové části. Pracujeme zde s ukazatelem počtu obrátů (resp. obratovost), který informuje o počtu obrátek za rok a s ukazatelem doby obratu, kdy nám vypočtené číslo sděluje počet dní za rok.

Tab. 3.7: Ukazatele aktivity

<b>Ukazatel</b>	<b>Vzorec</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Obrat celkových aktiv (počet obrátek)	2.6	0,90	1,07	1,05	0,98
Obrat zásob (počet obrátek)	2.8	12,84	11,90	16,92	13,08
Doba obratu zásob (dny)	2.9	28,42	30,66	21,57	27,91
Doba obratu krátk. závazků (dny)	2.10	61,63	74,72	93,91	60,13
Obrat pohledávek (počet obrátek)	2.11	4,84	4,39	5,02	4,97
Doba obratu pohledávek (dny)	2.12	75,36	83,23	72,68	73,46

*Zdroj: Vlastní zpracování*

#### **Obrat celkových aktiv**

Obrat celkových aktiv se pohybuje ve sledovaných letech pravidelně kolem hodnoty 1,0. U tohoto ukazatele platí, že čím více je obrátek, tím lepší je to pro podnik. Zvýšení hodnoty lze dosáhnout např. prodejem nepotřebných aktiv.

#### **Obrat zásob**

Ukazatel informuje o počtu obrátek zásob za sledované období, nejčastěji za rok. Vývoj počtu obrátek v analyzovaných letech má přibližně stejný charakter. Pouze v roce 2008 dochází k výraznějšímu růstu počtu obrátek za rok. Tento pozitivní růst byl způsoben výrazným zvýšením tržeb oproti předcházejícímu roku.

#### **Doba obratu zásob**

Ukazatel doby obratu zásob je časový interval od nákupu zásob po jejich spotřebu. Z dosažených výsledků lze vyčíst, že doba obratu zásob má kolísavý charakter. V posledním analyzovaném roce se zásoby obrátily jednou za 27,91 dne. Ve srovnání s oborovým průměrem je to příznivý výsledek a vypovídá o tom, že společnost neměla zbytečně nelikvidní zásoby.

### **Doba obratu krátkodobých závazků**

Ukazatel doby obratu krátkodobých závazků měl v prvních třech analyzovaných letech stoupající charakter což nemohli brát věřitelé jako pozitivní. V roce 2009 však poklesl na nejnižší hodnotu během analyzovaných let. Krátkodobé závazky se v posledním analyzovaném roce platily každých 60. dní. Ukazatele doby obratu krátkodobých závazků je dobré porovnávat s ukazatelem doby obratu pohledávek.

### **Obrat pohledávek**

Ukazatel informuje, jak rychle jsou pohledávky přeměňovány do hotovosti. Dosažené hodnoty se během analyzovaných let pohybovaly přibližně na stejné úrovni. Pro podnik by bylo lepší, kdyby se hodnota obratu pohledávek zvyšovala. Jestliže by podnik častěji inkasoval své pohledávky, mohl by získanou hotovost použít k dalším nákupům či investicím.

### **Doba obratu pohledávek**

První dva roky měl ukazatel vzrůstající charakter. V roce 2008 došlo k poklesu počtu dnů, kdy byly inkasovány pohledávky, což bylo pro majitele podniku velmi pozitivní. V posledním analyzovaném roce vzrostla doba obratu pohledávek na 73,46 dní. Ukazatel doby obratu pohledávek by měl být menší než ukazatel doby obratu závazků. Jestliže si porovnáme tyto dva ukazatele, zjistíme, že pouze v roce 2008 je tato skutečnost splněna. Vedení společnosti by mělo tuto skutečnost vzít v potaz.

## **3.4.3. Ukazatele zadluženosti**

Zahrnuje ukazatele, které hodnotí strukturu vloženého kapitálu z hlediska vlastnictví, porovnává vlastní a cizí finanční zdroje.

Tab. 3.8: Ukazatele zadluženosti

<b>Ukazatel</b>	<b>Vzorec</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Ukazatele celkové zadluženosti (v %)	2.13	39,73	42,64	53,98	46,91
Koeficient samofinancování (v %)	2.14	60,27	57,36	46,00	52,86
Ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu (v %)	2.15	65,92	74,33	117,35	88,74
Úrokové krytí	2.16	10,72	5,93	4,34	9,64

*Zdroj: Vlastní zpracování*

### **Ukazatele celkové zadluženosti**

Vysoká úroveň ukazatele vyjadřuje vysokou úroveň zadluženosti podniku. Neexistuje přesně stanovená hodnota ukazatele. Dle „zlatého pravidla“ by měla úroveň ukazatele dosahovat 50 %. Z tabulky 3.8 můžeme vyčíst, že ukazatel celkové zadluženosti první tři roky stoupal a v roce 2008 se dokonce dostal nad 50% hranici. V roce 2009 však klesl pod stanovenou hranici díky snížení cizích zdrojů, zejména pak krátkodobých závazků. Tento ukazatel by se měl posuzovat v kontextu s výnosností celkového vloženého kapitálu.

### **Koeficient samofinancování**

Doplňuje předchozí ukazatel a jejich celkový součet by měl být 100 %. V roce 2006, 2007 a 2009 se koeficient samofinancování pohyboval nad 50% hranicí. Pouze v roce 2008 se v důsledku zvýšení cizích zdrojů nedostal nad tuto hranici.

### **Ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu**

Stanovená hranice u tohoto ukazatele by měla být 100 %. Z vypočítaných hodnot v tabulce 3.8 můžeme vyčíst, že ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu se první tři roky pravidelně zvyšoval a v roce 2008 tuto hranici překonal. Důvodem bylo zvýšení cizích zdrojů o 62,8 % oproti roku 2007. Naproti tomu výše vlastního kapitálu zůstala téměř nezměněna. V posledním analyzovaném roce ukazatel klesl na 88,74 %, jelikož se podařilo ve velké míře splatit krátkodobé závazky a tím snížit cizí zdroje. Došlo také k mírnému zvýšení vlastního kapitálu.

### **Úrokové krytí**

Ukazatel vyjadřuje, kolikrát vytvořený zisk před odpočtem úroků a daní převyšuje úrokové platby. Čím vyšší je úroveň ukazatele, tím je to lepší. Za kritickou úroveň je považována hodnota 3,00, za bezproblémovou úroveň 8,00. Během prvních třech analyzovaných let měla hodnota ukazatele klesající tendenci jelikož nákladové úroky neustále stoupaly a nebylo dosahováno takového zisku, který by udržel vyšší úroveň ukazatele. V roce 2009 opět došlo k růstu nákladových úroků, ale díky výraznému zvýšení zisku před úroky a daněmi hodnota ukazatele stoupla.

### 3.4.4. Ukazatele likvidity

Cílem ukazatelů likvidity je vyjádřit se k potencionální schopnosti podniku hradit včas své závazky. Zabývají se nejlikvidnější částí majetku společnosti ve vztahu k závazkům společnosti s nejkratší dobou splatnosti.

Tab. 3.9: Ukazatelé likvidity

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita	2.17	1,71	1,53	1,01	1,70
Pohotová likvidita	2.18	1,25	1,12	0,78	1,24
Okamžitá likvidita	2.19	0,03	0,01	0,00	0,01

*Zdroj: Vlastní zpracování*

#### Běžná likvidita

Doporučené hodnoty pro tento ukazatel by se měly pohybovat od 1,5 do 2,5. Z tabulky lze vypožorovat, že kromě roku 2008, se vždy dosažené hodnoty pohybovaly ve stanoveném rozmezí. Pokles ukazatele v roce 2008 oproti předchozím rokům byl způsobený značným zvýšením krátkodobých závazků. V roce 2009 se však ukazatel opět vrátil do stanoveného rozmezí. Z tohoto výsledků lze tedy vyvodit, že platební schopnost podniku je na dobré úrovni, což je dobré hlavně pro věřitele společnosti.

#### Pohotová likvidita

Hodnoty pro pohotovou likviditu by se měly pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5. Z analyzovaných výsledků lze vyčíst, že pouze v roce 2008 se dosažená hodnota do tohoto rozmezí nevešla. Snížení bylo zapříčiněno poklesem zásob a podstatným nárůstem krátkodobých závazků. Příznivý obrat v roce 2009 byl způsobený více než 50% snížením krátkodobých závazků.

#### Okamžitá likvidita

Pro ukazatel okamžité neboli peněžní likvidity je doporučené rozmezí od 0,2 do 1,1. Z provedené analýzy však vyplývá, že analyzované hodnoty se pohybují hluboce pod touto minimální hranicí. Jestliže by se vyskytly nečekané finanční potíže, podnik by krátkodobé závazky pokryl jen nepatrně krátkodobým finančním majetkem. I když dosahované hodnoty u okamžité likvidity jsou na velmi nízké úrovni, díky dobrému vývoji předchozích ukazatelů a i dobrému vývoji na trhu by nemělo k finančním potížím dojít.

### 3.5. Syntetické metody stanovení finančního zdraví

Pro stanovení finančního zdraví jsem si vybral metodu index IN05. Výpočet metody je proveden na základě vzorce (2.23), který je uveden v teoretické části v kapitole 2.6.3.

#### Index IN05

Index IN05 manželů Neumaierových je dlouhodobě považován pro hodnocení českých podniků jako nejvhodnější. Jestliže konečná hodnota indexu je vyšší než 1,6 tak se podnik nachází ve výborném finančním zdraví a bude vytvářet hodnotu, interval 0,9 – 1,6 značí tzv. šedou zónu, kdy nelze určit budoucí vývoj podniku. Jestliže je výsledná hodnota menší než 0,9 podnik spěje k bankrotu.

Tab. 3.10: Výpočet Indexu IN05

Ukazatel	Váha	2006	2007	2008	2009
A	0,13	0,33	0,30	0,24	0,28
B	0,04	0,43	0,24	0,17	0,39
C	3,97	0,21	0,13	0,15	0,46
D	0,21	0,20	0,23	0,23	0,21
E	0,09	0,15	0,14	0,09	0,15
Index IN05		1,32	1,05	0,88	1,49

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Hodnota indexu IN05 první tři roky pravidelně klesá. V roce 2006 a 2007 se udržoval v tzv. šedé zóně. V roce 2008 klesla výsledná hodnota indexu pod hranici 0,9 a dostala se do zóny, kdy podnik spěje k bankrotu. Podniky se pod touto hranicí nacházejí ve vážné finanční situaci. V posledním analyzovaném roce se výsledná hodnota nacházela stejně jako v letech 2006 a 2007 v tzv. šedé zóně. Výsledná hodnota indexu v roce 2009 byla nejlepší během analyzovaných let.

Nejvýznamnějším ukazatelem indexu IN05 je ukazatel C, který dává do poměru zisk před úroky a zdaněním (EBIT) a celková aktiva. Nízké hodnoty tohoto ukazatele v roce 2007 a zejména v roce 2008 byly způsobeny tím, že se nepodařilo z dostupných aktiv (respektive pasiv) generovat zisk.



### 3.6. Vlastní ocenění podniku

Hlavním cílem této kapitoly je ocenění dnes již bývalé společnosti Adriana, s. r. o., ze které se v květnu 2010 stala samostatná divize Adriana spadající pod společnost Europasta SE. Pro stanovení hodnoty podniku byly využity metody uvedené v teoretické části této diplomové práce. Ke stanovení hodnoty podniku se doporučuje použít více metod. Proto jsem se rozhodl využít metodu účetní hodnoty, dále pak metodu kapitalizovaných čistých výnosů a metodu diskontovaných peněžních toků. Ocenění podniku je provedeno k 1. 1. 2010. Při použití výnosových metod je třeba zjistit průměrné vážené náklady kapitálu a vytvořit finanční plán.

#### 3.6.1. Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Průměrné vážené náklady kapitálu budou vypočítány podle vzorce (2.24), který je uvedený v teoretické části diplomové práce. Nejdříve je třeba určit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném majetku

Tab. 3.11: Váhy jednotlivých složek kapitálu

Druh kapitálu	Účetní hodnota (v tis. Kč)	Váha
Vlastní kapitál	292 271	0,66
Úročený cizí kapitál	153 316	0,34
Celkový investovaný kapitál	445 587	1,00

*Zdroj: Vlastní zpracování*

#### Náklady na cizí kapitál

Průměrné náklady na cizí kapitál se vypočtou jako vážený aritmetický průměr ze všech nákladů na cizí kapitál. Společnost Adriana využívala krátkodobý bankovní úvěr s úrokem 5 % a dlouhodobý bankovní úvěr s úrokem 6,3 %.

Tab. 3.12: Stanovení průměrných nákladů na cizí kapitál

Položka	Výše úvěru (v tis. Kč)	Úrok
Krátkodobý bankovní úvěr	57 266	5,0 %
Dlouhodobý bankovní úvěr	96 050	6,3 %
Průměrné náklady na cizí kapitál	153 316	5,8 %

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Průměrné náklady na cizí kapitál vypočítané podle váženého aritmetického průměru činí 5,8 %.

### Náklady na vlastní kapitál

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byla vzhledem k dostupnosti dat zvolena stavebnicová metoda. Při této metodě se náklady na vlastní kapitál vypočítají jako součet výnosnosti desetiletých státních dluhopisů a přírážky za riziko. Výnosnost desetiletých státních dluhopisů byla na základě internetových stránek ministerstva financí České republiky zjištěna ve výši 5 %. Kompletní výpočet nákladů na vlastní kapitál stavebnicovou metodou je uveden v příloze č. 8.

Tab. 3.13: Stanovení nákladů na vlastní kapitál

<b>Bezriziková výnosová míra</b>	<b>5,00 %</b>
<i>I. Rizika oboru</i>	<i>1,09 %</i>
<i>II. Rizika trhu</i>	<i>0,66 %</i>
<i>III. Rizika z konkurence</i>	<i>1,48 %</i>
<i>IV. Management</i>	<i>0,53 %</i>
<i>V. Výrobní proces</i>	<i>0,75 %</i>
<i>VI. Ostatní faktory</i>	<i>1,30 %</i>
Obchodní riziko	5,81 %
Finanční riziko	1,92 %
<b>Riziková prémie celkem</b>	<b>7,73 %</b>
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>12,73 %</b>

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Náklady vlastního kapitálu byly dle stavebnicové metody stanoveny ve výši 12,73 %.

### Průměrné vážené náklady kapitálu

Jestliže již známe náklady na cizí kapitál i náklady na vlastní kapitál, tak posledním údajem, který nám ještě chybí je daňová sazba. Daň z příjmů právnických osob činila k datu ocenění 19 %. Průměrné vážené náklady kapitálu vypočítáme dle vzorce (2.24).

$$WACC = n_{ck} * (1 - d) * CK/K + n_{vk(z)} * VK/K$$

$$WACC = 5,8 * (1 - 0,19) * 0,34 + 12,73 * 0,66$$

$$WACC = 10 \%$$

Průměrné vážené náklady kapitálu byly stanoveny ve výši 10 %.

### **3.6.2. Sestavení finančního plánu**

Při oceňování podniku výnosovými metodami, zejména u metody diskontovaných peněžních toků, je důležité sestavit finanční plán. Finanční plán se skládá z hlavních finančních výkazů mezi něž patří výkaz zisku a ztráty, rozvaha a výkaz peněžních toků. Na základě analýzy minulých stavů a prognózy budoucího vývoje budou pro potřeby této diplomové práce sestaveny tyto plánované výkazy na období 2010 – 2013 – rozvaha a výkaz zisku a ztráty.

#### **Plánovaný výkaz zisku a ztráty**

Jednou z nejdůležitějších položek výkazu zisku a ztráty jsou tržby. Do celkových tržeb jsou zahrnuty tržby za prodej zboží, tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Mezi roky 2006 – 2008 bylo průměrné tempo růstu tržeb 27 %. V roce 2009 klesly celkové tržby oproti předcházejícímu roku o 4,88 %. Pro roky 2010 - 2013 předpokládám meziroční růst celkových tržeb 3 %. Celkové náklady na tržby, které obsahují náklady na prodané zboží a výkonovou spotřebu, činily mezi roky 2006 – 2008 v průměru 82 % z celkových tržeb. V posledním analyzovaném roce poměr klesl na 77 %. U plánovaných celkových nákladů na tržby očekávám v budoucích čtyřech letech meziroční pokles ve výši 0,2 %.

Osobní náklady během analyzovaných let pravidelně stoupaly v průměru 8 %. Z tohoto důvodu očekávám stejný vývoj i během let 2010 až 2013. Odpisy společnosti Adriana se během minulých čtyř let pohybovaly kolem 4 % k částce dlouhodobého majetku. Stejný vývoj očekávám i během následujících let. Položka ostatní provozní výnosy od roku 2007 pravidelně klesala. Mezi roky 2008 – 2009 byl pokles více než 95 %. Pro další roky očekávám stálý meziroční pokles ve výši 50 %. Ostatní provozní náklady od roku 2007 klesaly stejně jako ostatní provozní výnosy avšak menším tempem. V případě ostatních provozních nákladů očekávám 25% meziroční pokles.

Výnosové úroky budou meziročně růst o 25 %. Nákladové úroky jsou naplánované ve výši 5,8 % z úročeného cizího kapitálu. U ostatních finančních výnosů předpokládám meziroční růst 6 % a u ostatních finančních nákladů meziroční růst 8 %. Během plánovaných budoucích let se nepředpokládají žádné mimořádné výnosy ani náklady. Sazbu daně z příjmů právnických osob pro roky 2010 – 2013 předpokládám ve výši 19 %.

Tab. 3.14: Plánovaný výkaz zisku a ztráty

<b>Položka (v tis. Kč)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Celkové tržby	558 771	575 534	592 800	610 584
Náklady na celkové tržby	429 136	440 859	452 899	465 265
Přidaná hodnota	129 635	134 675	139 901	145 319
Osobní náklady	43 455	46 931	50 686	54 741
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	15 790	16 106	16 428	16 757
Ostatní provozní výnosy	158	79	39	20
Ostatní provozní náklady	3 727	2 795	2 096	1 572
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>66 820</b>	<b>68 921</b>	<b>70 730</b>	<b>72 269</b>
Výnosové úroky	4	5	6	7
Nákladové úroky	9 040	9 311	9 590	9 878
Ostatní finanční výnosy	14 700	15 582	16 517	17 508
Ostatní finanční náklady	12 571	13 577	14 663	15 836
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-6 907</b>	<b>-7 301</b>	<b>-7 730</b>	<b>-8 199</b>
Mimořádné výnosy	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>59 913</b>	<b>61 620</b>	<b>62 999</b>	<b>64 070</b>
Daň z příjmů PO	11 384	11 708	11 970	12 173
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>48 530</b>	<b>49 912</b>	<b>51 030</b>	<b>51 897</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

**Plánovaná rozvaha**

Vzhledem k vývoji bilanční sumy společnosti Adriana za poslední roky předpokládám, že během následujících let bude její každoroční nárůst ve výši 2 %. Dlouhodobý majetek bude v poměru 70 % k bilanční sumě a velikost oběžných aktiv 30 % ke stejné základně.

Na straně pasiv bude základní kapitál a fondy ze zisku na stejné úrovni jako v předešlých letech. Stav rezerv bude nulový stejně jako během analyzovaných let. Dlouhodobé závazky se budou během následujících let snižovat a krátkodobé závazky naopak zvyšovat. Meziroční tempo růstů bankovních úvěrů bude 3 %. Plánovanou rozvahu pro období 2010 - 2013 ukazuje tabulka 3.15.

Tab. 3.15: Plánovaná rozvaha

Položka (v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>563 945</b>	<b>575 224</b>	<b>586 728</b>	<b>598 463</b>
Dlouhodobý majetek	394 761	402 657	410 710	418 924
Oběžná aktiva	169 183	172 567	176 018	179 539
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>563 945</b>	<b>575 224</b>	<b>586 728</b>	<b>598 463</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>300 556</b>	<b>305 619</b>	<b>311 167</b>	<b>316 722</b>
Základní kapitál	20 000	20 000	20 000	20 000
Fondy ze zisku	190 773	190 773	190 773	190 773
Výsledek hospodaření minulých let	41 253	44 934	49 364	54 052
Výsledek hospodaření běžného účetního období	48 530	49 912	51 030	51 897
<b>Cizí zdroje</b>	<b>263 389</b>	<b>269 605</b>	<b>275 561</b>	<b>281 741</b>
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	14 317	11 965	9 727	7 380
Krátkodobé závazky	93 217	97 109	100 487	104 054
Bankovní úvěry a výpomoci	155 855	160 531	165 347	170 307

Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.6.3. Metoda účetní hodnoty

Metoda účetní hodnoty slouží jako výchozí metoda k ocenění podniku a pouze doplňuje ostatní metody sloužící ke stanovení hodnoty podniku. Vycházíme z cen, za kterých byl majetek skutečně pořízen. Výhodou této metody je její jednoduchost, jelikož všechny potřebné údaje jsou uvedené v rozvaze podniku. Nejdříve je třeba zjistit celkovou hodnotu aktiv a celkovou hodnotu dluhů za rok 2009. Rozdíl mezi těmito dvěma položkami představuje účetní hodnotu. Výpočet účetní hodnoty podniku je:

Celková hodnota aktiv	552 887 tis. Kč
- Celková hodnota dluhů	259 359 tis. Kč
<b>= Účetní hodnota podniku</b>	<b>293 528 tis. Kč</b>

Účetní hodnota podniku dle této jednoduché metody je 293 528 000 Kč.

### 3.6.4. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Pro výpočet hodnoty podniku na základě metody kapitalizovaných čistých výnosů jsem zvolil její paušální variantu, která vychází z předpokladu, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jako dosahoval v minulosti. Základní data byla čerpána z účetních výkazů společnosti za období 2006 – 2009.

Základem pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani je výsledek hospodaření před zdaněním. Z tab. 3.16 je patrné, že výsledek hospodaření před zdaněním je třeba upravit. První úprava spočívá ve vyloučení odpisů vykázaných v minulých výkazech tak, abychom získali výsledek před odpisy. Dále je třeba vyloučit finanční výnosy a jednorázové vlivy abychom měli upravený výsledek hospodaření před odpisy. Upravený výsledek hospodaření před odpisy přepočteme bazickým indexem vztaženým k roku 2009 a získáme UVH upravený o inflaci. Následně k jednotlivým rokům přiřadíme váhy podle pravidla, že čím je rok bližší k současnosti, tím má vyšší váhu. Následně jednotlivé výsledky sečteme a dostaneme celkový UVH upravený o inflaci – váhy.

Tab. 3.16: Upravený výsledek hospodaření

<b>Položka (v tis. Kč)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>18 821</b>	<b>11 878</b>	<b>15 889</b>	<b>57 228</b>
(+) Odpisy	10 617	11 042	11 582	15 100
(-) Finanční výnosy	3 603	6 064	13 816	13 871
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	6 459	11 214	26	16 675
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	5 751	11 035	1	13 020
<b>Upravený výsledek hospodaření (UVH) před odpisy</b>	<b>25 172</b>	<b>16 677</b>	<b>13 630</b>	<b>54 802</b>
Cenový index řetězový	1,025	1,028	1,063	1,010
Cenový index bazický vztažený k roku 2009	0,9059	0,9313	0,9900	1,0000
<b>UVH upravený o inflaci (UVH / bazický cenový index</b>	<b>27 787</b>	<b>17 907</b>	<b>13 768</b>	<b>54 802</b>
Váhy	1	2	3	4
<b>UVH upravený o inflaci - váhy</b>	<b>27 787</b>	<b>35 814</b>	<b>41 304</b>	<b>219 208</b>
<b>Celkový UVH upravený o inflaci - váhy</b>	<b>324 113</b>			

Zdroj: Vlastní zpracování

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy vypočítáme jako vážený průměr z minulých upravených výsledků. Tento trvalý odnímatelný čistý výnos snížíme o odpisy za rok 2009 a následně zdaníme sazbou daní z příjmů právnických osob, která byla aktuální téhož roku. Tímto krokem získáme trvale odnímatelný čistý výnos po dani.

Tab. 3.17: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy (324 113 / 10)	32 411
Odpisy za rok 2009	15 100
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos před daní</b>	<b>17 311</b>
Daň (19 %)	3 289
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos po dani</b>	<b>14 022</b>

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Kalkulovanou úrokovou míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu snížíme o předpokládanou dlouhodobou inflaci. Hodnotu vlastního kapitálu získáme, když trvale odnímatelný výnos po dani vydělíme již zmíněnou kalkulovanou úrokovou mírou očištěnou od inflace.

$$\text{Kalkulovaná úroková míra} = 12,73 \% - 2 \% = 10,73 \%$$

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = 14\,022 / 0,1073 = 130\,680 \text{ tis. Kč}$$

Zjištěná hodnota vlastního kapitálu představuje ocenění současného potenciálu podniku a nezachycuje budoucí růstové příležitosti. Výslednou hodnotu 130 680 tis. Kč lze považovat za určitý dolní odhad výnosové hodnoty divize Adriana.

### 3.6.5. Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Druhou použitou výnosovou metodou je metoda diskontovaných peněžních toků v její variantě DCF entity. Diskontní mírou budou průměrné vážené náklady kapitálu (WACC), které byly vypočítány v kapitole 3.6.1. Podstatou oceňování při použití metod DCF je, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků.

Nejdříve je třeba určit provozně nutný dlouhodobý majetek. Bude stanoven jako součet dlouhodobého hmotného majetku a dlouhodobého nehmotného majetku. Dále je třeba zjistit provozně nutný pracovní kapitál. Pro naše potřeby ho vypočítáme jako zásoby + pohledávky

+ provozně potřebné peněžní prostředky – krátkodobé závazky. Následující tabulka 3.18 ukazuje výpočet provozně nutného investovaného kapitálu.

Tab. 3.18: Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu

<b>Položka (tis. Kč, ke konci roku)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Provozně nutný dlouhodobý majetek	394 761	402 657	410 710	418 924
Provozně nutný pracovní kapitál	75 966	75 458	75 531	75 485
<b>Provozně nutný investovaný kapitál</b>	<b>470 727</b>	<b>478 115</b>	<b>486 241</b>	<b>494 409</b>

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Dalším krokem je výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (FCFF). Nejdříve je třeba zjistit provozní výsledek hospodaření před daněmi. Od něho následně odečteme daň z příjmů právnických osob. Dostaneme tak provozní výsledek hospodaření po daních. Ke zdaněnému výsledku hospodaření přičteme odpisy, abychom dostali předběžný peněžní tok z provozu. Volný peněžní tok poté získáme odečtením investic do upraveného pracovního kapitálu a investic do pořízení dlouhodobého majetku.

Tab. 3.19: Výpočet FCFF

<b>Položka (tis. Kč, ke konci roku)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Provozní výsledek hospodaření před daněmi	66 820	68 921	70 730	72 269
Daň z příjmů (19 %)	12 696	13 095	13 439	13 731
<b>Provozní výsledek hospodaření po dani</b>	<b>54 124</b>	<b>55 826</b>	<b>57 291</b>	<b>58 538</b>
+ Odpisy	15 790	16 106	16 428	16 757
<b>Předběžný peněžní tok z provozu</b>	<b>69 914</b>	<b>71 932</b>	<b>73 719</b>	<b>75 295</b>
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	13 384	-508	73	-47
- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	12 847	24 001	24 482	24 971
<b>= Volný peněžní tok (FCFF)</b>	<b>43 682</b>	<b>48 439</b>	<b>49 164</b>	<b>50 370</b>

*Zdroj: Vlastní zpracování*

Pro výpočet hodnoty podniku použijí standardní dvoufázovou metodu, kterou lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, kdy je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za druhé fáze se označuje jako pokračující hodnota (PH). Hodnota podniku celkem ( $H_b$ ) podle dvoufázové metody se vypočítá podle vzorce (2.25).



### Výpočet hodnoty 1. fáze

Výpočet hodnoty 1. fáze bude proveden na základě první poloviny vzorce (2.25) uvedeného v kapitole 2.7.1.

Tab. 3.20: Výpočet hodnoty 1. fáze

<b>Položka (v tis. Kč)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Volný peněžní tok (FCF)	43 682	48 439	49 164	50 370
Odúročitel	0,909	0,826	0,751	0,683
<b>Diskontovaný FCF</b>	<b>39 707</b>	<b>40 010</b>	<b>36 922</b>	<b>34 403</b>
<b>Hodnota 1. fáze</b>	<b>151 042</b>			

*Zdroj: Vlastní zpracování*

### Výpočet hodnoty 2. fáze

Druhá fáze začíná rokem 2014. Pro výpočet hodnoty druhé fáze potřebujeme zjistit pokračující hodnotu (PH) podle tzv. Gordonova vzorce. Tempo růstu (g) volného peněžního toku předpokládáme pro druhou fázi ve výši 1 %. Diskontní míra pro druhou fázi bude ponechána na úrovni průměrných nákladů kapitálu. Pokračující hodnotu dle tzv. Gordonova vzorce zjistíme následujícím výpočtem:

$$PH = FCFF_{T+1} * (i_k - g)^{-1}$$

$$PH = 50\,874 * (0,1 - 0,01)^{-1}$$

$$PH = 565\,267 \text{ tis. Kč}$$

Nyní již známe pokračující hodnotu a můžeme ji tak dosadit do druhé poloviny vzorce (2.25). Výpočet hodnoty 2. fáze je:

$$\text{Hodnota 2. fáze} = PH / (1 + i_k)^4$$

$$\text{Hodnota 2. fáze} = 565\,267 / (1 + 0,1)^4$$

$$\text{Hodnota 2. fáze} = 386\,085 \text{ tis. Kč}$$

### Výsledná hodnota podniku

Provozní hodnotu brutto podle dvoufázové metody vypočítáme jako součet 1. a 2. fáze. Provozní hodnotu netto získáme, když od hodnoty brutto odečteme úročený cizí kapitál k datu ocenění. K datu ocenění neexistuje v podniku žádný neprovozní majetek, proto je výsledná hodnota vlastního kapitálu rovna provozní hodnotě netto.

Tab. 3.21: Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu

Hodnota 1. fáze	151 042
Hodnota 2. fáze	386 085
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>537 127</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	153 316
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>383 811</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu</b>	<b>383 811</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti Adriana, s.r.o. byla podle výnosové metody DCF entity k datu ocenění stanovena v hodnotě 383 811 tis. Kč.

### 3.6.6. Syntéza jednotlivých výsledků ocenění

Při stanovení hodnoty podniku byly použity tři různé oceňovací metody. Přehled jednotlivých dosažených výsledků ukazuje následující tabulka.

Tab. 3.22: Přehled použitých oceňovacích metod a jejich výsledky

<b>Metoda</b>	<b>Hodnota podniku (v tis. Kč)</b>
Metoda účetní hodnoty	293 528
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	129 068
Metoda diskontovaných peněžních toků	383 811

Zdroj: Vlastní zpracování

Metoda účetní hodnoty patří mezi majetkové metody ocenění. Vychází z principu historických cen a tudíž nezohledňuje ekonomickou realitu. Z tohoto důvodu má účetní ocenění pouze doplňkovou úlohu a slouží jako výchozí informace pro oceňovatele či jako základna pro posuzování výsledného ocenění. Účetní hodnota podniku dle této metody činí 293 528 tis. Kč.

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na minulé výkonnosti podniku tzn. na historické úrovni zisku. Předpokladem této metody je, že budoucí výnosy budou minimálně ve stejné výši jako byly v minulosti. Výslednou hodnotu lze považovat za určitý dolní odhad výnosové hodnoty podniku Adriana. Hodnota vlastního kapitálu dle metody kapitalizovaných čistých výnosů je 129 068 tis. Kč.

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní výnosovou metodou. V této diplomové práci byla využita její varianta DCF–entity. Jelikož metoda DCF představuje budoucí výnosový potenciál bylo, třeba ke zjištění výsledné hodnoty vlastního kapitálu vytvořit finanční plán. Výnosová hodnota vlastního kapitálu dle metody diskontovaných peněžních toků je 383 811 tis. Kč.

## 4. Návrhy a doporučení

Stanovení hodnoty podniku Adriana, s. r. o. bylo provedeno za účetní období 2006 – 2009. Ke zjištění hodnoty podniku byly využity účetní výkazy této společnosti, tzn. rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow. Z analýzy provedené ve 3. kapitole můžeme vyčíst několik závěrů a doporučení.

Hodnocení finančního zdraví firmy bylo provedeno na základě finanční analýzy. V této oblasti je důležité podívat se na výsledky ukazatelů rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Jako doplňující model finanční analýzy byl použit index IN05. Vývoj ukazatelů rentability má od roku 2007 rostoucí tendenci. Kladný vývoj ukazatelů rentability byl způsobený vzrůstajícím výsledkem hospodaření, který byl podpořen klesajícím náklady a to zejména v posledním analyzovaném roce. Ukazatele aktivity informují o schopnosti vedení podniku využívat jednotlivé majetkové části. Doba obratu pohledávek byla v posledním analyzovaném roce vyšší než doba obratu závazků. Jestliže by tento trend trval, mělo by vedení společnosti učinit kroky vůči odběratelům, které by vedly ke snížení doby obratu pohledávek. Mohlo by např. zkrátit lhůty splatnosti pohledávek či zavést úroky z prodlení za opožděné platby. Z hlediska zadluženosti je na tom společnost dobře. Společnosti se daří udržovat výši vlastního a cizího kapitálu přibližně ve stejném poměru o což by se měla starat i nadále. Ukazatele aktivity vyjadřují schopnost podniku platit včas své závazky. Ukazatele běžné a pohotové likvidity se v posledním analyzovaném roce pohybovaly ve stanovených intervalech. Naproti tomu ukazatel okamžité likvidity se během analyzovaných let vůbec nepřiblížil ke stanovenému intervalu. Důvodem je vázanost pohledávek u odběratelů. Vedení společnosti by mělo učinit kroky, které byly uvedeny u doby obratu pohledávek.

Stanovení hodnoty podniku bylo provedené na základě využití tří oceňovacích metod – účetní metody, metody kapitalizovaných čistých výnosů a metody DCF. Metoda účetní hodnoty byla zvolena jako výchozí hodnota pro oceňovatele. Vedení podniku může velikost této hodnoty ovlivňovat např. výší nerozděleného výsledku hospodaření minulých let. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na dosažených minulých výsledků hospodaření a představuje dolní odhad výnosové hodnoty společnosti.

Poslední použitou metodou byla výnosová metoda DCF-entity, která vychází z budoucích finančních plánů. Výnosová hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF-entity vyšla téměř třikrát vyšší než u metody kapitalizovaných čistých výnosů. Výslednou hodnotu vlastního kapitálu může společnost v budoucnu ovlivnit např. velikostí provozního výsledku hospodaření. Společnost by se do budoucna měla zamyslet nad stále rostoucími osobními náklady, které tvoří významnou část provozních nákladů. Další zvýšení provozního výsledku hospodaření může společnost zajistit změnou cenové politiky. Výroba těstovin patří v České republice stále mezi rostoucí obory, kde není ještě silná konkurence. Díky kvalitním produktům, které budou podpořené reklamou v televizi či na sportovních utkáních, může divize Adriana i při vyšší ceně přilákat nové zákazníky. Zvýšení výsledné hodnoty vlastního kapitálu může společnost dosáhnout i snížením průměrných vážených nákladů kapitálu a to zejména snížením nákladů na jednotlivé druhy kapitálu či změnou jejich poměrů vůči sobě.

## 5. Závěr

Cílem diplomové práce bylo využít teoretické poznatky a na základě poskytnutých dat stanovit objektivizovanou hodnotu společnosti Adriana, s. r. o. k 1. 1. 2010. Dále pak navrhnout možná řešení a doporučení, která by pomohla ke zlepšení finančního zdraví firmy a ke zvýšení hodnoty ocenění.

První část diplomové práce je věnovaná teoretickým východiskům. Obsahuje vymezení základních pojmů a seznámení s jednotlivými postupy a metodami, které lze při stanovení hodnoty podniku využít. Aplikační část obsahuje představení společnosti, analýzu makroprostředí a mikroprostředí, finanční analýzu a stanovení hodnoty podniku. K ocenění podniku byly vybrány tři různé metody. Jako východisko byla využita metoda účetní hodnoty, která vychází z principu historických cen. Dále byly použité dvě výnosové metody. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na dosažených minulých výsledcích hospodaření a představuje dolní odhad výnosové hodnoty společnosti. Je založena na předpokladu, že společnost bude v budoucnu dosahovat minimálně stejných výnosů jako v minulosti. Pro využití metody diskontovaných peněžních toků bylo potřeba sestavit finanční plán. Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF vyšla téměř třikrát vyšší než u metody kapitalizovaných čistých výnosů.

Na základě zjištěných výsledků jsem společnost Adriana, s. r. o. uznal za zdraví a konkurenceschopný podnik, který má dobrý budoucí výnosový potenciál. I přes toto hodnocení jsem v kapitole č. 4 vypracoval návrhy a doporučení, které by mohly pomoci minimálně k udržení finančního zdraví společnosti a ke zvýšení její hodnoty ocenění.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### Odborná literatura:

1. BLAHA, Z. S.; JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2006. 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
2. KAŠÍK, J. a kol. *Metody a techniky diagnostikování podniku*. 1. vyd. Ostrava: Akademie Jana Amose Komenského, 1996. 197 s.
3. KAŠÍK, J.; MICHALKO, M a kol. *Podniková diagnostika*. 1. vyd. Ostrava: Tandem, 1998. 343 s. ISBN 80-902167-4-9.
4. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
5. KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th ed. New Jersey: McKinsey & Company Inc., 2010. 811 s. ISBN 978-0-470-42470-4.
6. MARINIČ, P. *Finanční analýza a finanční plánování ve firemní praxi*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2008. 191 s. ISBN 978-80-245-1397-3.
7. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
8. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces oceňování, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
9. MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vydání. Praha: Ekopress. 1996. 111 s. ISBN 80-901991-1-9.
10. MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
11. MLČOCH, J. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. 1. vyd. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.
12. MRKVIČKA, J.; KOLÁŘ, P. *Finanční analýza*. 2. přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2006. 224 s. ISBN 80-7357-219-2.
13. SEDLÁČEK, J. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.
14. VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1997. 247 s. ISBN 80-86119-21-1.

**Internetové zdroje:**

15. Britské listy [online] 2010 [cit. 2011-03-03]. Dostupné z WWW: <<http://www.blisty.cz/art/55694.html>>.
16. Česká národní banka [online] 2011 [cit. 2011-03-02]. Dostupné z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/)>.
17. Český statistický úřad [online] 2011 [cit. 2011-03-10]. Dostupné z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira\\_inflace](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace)>.
18. Finanční portál pro odborníky a laiky [online] 2011 [cit. 2011-03-02]. Dostupné z WWW: <<http://zpravy.kurzy.cz/260601-cr-spotrebitelske-ceny-v-prosinci-rostly-o-0-5--prumer-2010-na-1-5/>>.
19. Internetové stránky společnosti Adriana [online] 2010 [cit. 2011-02-25]. Dostupné z WWW: <<http://www.adriana.cz>>.
20. Internetové stránky společnosti Europasta SE [online] 2010 [cit. 2011-02-25]. Dostupné z WWW: <<http://www.europasta.cz>>.
21. Ministerstvo financí ČR [online] 2011 [cit. 2011-03-01]. Dostupné z WWW: <[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro\\_pre\\_60167.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_60167.html)>.
22. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online] 2011 [cit. 2011-02-27]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument84178.html>>.
23. Svaz průmyslu a dopravy ČR [online] 2010 [cit. 2011-03-14]. Dostupné z WWW: <<http://www.spcr.cz/statistika/sr.htm>>.

**Ostatní zdroje:**

24. Účetní výkazy společnosti Adriana, s. r. o. za roky 2006 – 2009
25. Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů



## SEZNAM ZKRATEK

apod.	a podobně
APV	upravená současná hodnota
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	peněžní tok
CK	cizí kapitál
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
č.	číslo
ČMZRB	Českomoravská záruční a rozvojová banka
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČV	minulé upravené čisté výnosy
DCF	discont cash flow, diskontovaný peněžní tok
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před úroky a zdaněním
EBT	zisk před zdaněním
EUR	EURO
EVA	economic value added, ekonomická přidaná hodnota
FCF	free cash flow, volný peněžní tok
FCFF	free cash flow to firm, volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
g	tempo růstu
$H_b$	hodnota brutto
HDP	hrubý domácí produkt
$H_n$	hodnota netto
i	diskontní míra
$i_k$	kalkulovaná úroková míra
K	celkový kapitál
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
krátk.	krátkodobý, krátkodobé
max.	maximálně
mld.	miliarda
např.	například

$n_{ck}$	náklady na cizí kapitál
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
$n_{vk}$	náklady na vlastní kapitál
obr.	obrázek
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
PH	pokračující hodnota
PO	právnícké osoby
$q_t$	váha určitého roku
resp.	respektive
ROA	Return on Assets
ROCE	Return on Capital employd
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment
ROS	Return on Sales
s. c.	stálé ceny
s. r. o.	společnost s ručením omezeným
SH	současná hodnota
str.	strana
t	daňová sazba
T	délka období
tab.	tabulka
TČV	trvale odnímatelný čistý výnos
tis.	tisíc
tj.	to je
tzv.	takzvaný
USD	americký dolar
UVH	upravený výsledek hospodaření
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
VZZ	výkaz zisku a ztráty
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu

## PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- беру на вѣдомі, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne.....

.....

Jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Lukavice 95, 789 01 Zábřeh

## SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1:	Organizační struktura ve společnosti Adriana, s. r. o.
Příloha č. 2:	Rozvaha společnosti Adriana, s. r. o. za roky 2006 až 2009
Příloha č. 3:	VZZ společnosti Adriana, s. r. o. za roky 2006 až 2009
Příloha č. 4:	Vertikální analýza rozvahy za roky 2006 až 2009
Příloha č. 5:	Horizontální analýza rozvahy za roky 2006 až 2009
Příloha č. 6	Vertikální analýza VZZ za roky 2006 až 2009
Příloha č. 7	Horizontální analýza VZZ za roky 2006 až 2009
Příloha č. 8:	Stanovení nákladů na vlastní kapitál – Stavebnicová metoda